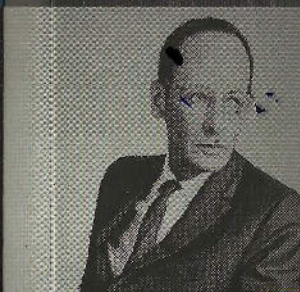


“Uma maneira inteligente de se comprometer com seus investimentos.”

WARREN BUFFETT



DE INVESTIDOR
PARA INVESTIDOR



PHILIP FISHER

Ações comuns, lucros extraordinários

Não siga o rumo da multidão
e outras lições de Fisher sobre
o que comprar e quando vender

Philip Fisher foi um dos pioneiros na área de investimentos em ações e um dos principais estrategistas econômicos dos Estados Unidos, ao lado de Warren Buffett e outros nomes importantes do mercado financeiro. A edição brasileira de sua obra está dividida em dois volumes — *Ações comuns, lucros extraordinários* e *Investidores conservadores dormem tranquilos* —, que podem ser lidos de forma independente. *Ações comuns, lucros extraordinários*, um clássico da área de investimentos em ações, ainda é, depois de mais de 50 anos de sua primeira edição, uma das obras mais vendidas sobre economia e administração. Sua leitura oferece elementos que vão auxiliar o leitor a ter uma melhor compreensão do mercado, além de mostrar técnicas de avaliação que permitem o maior envolvimento dos investidores com suas aplicações em ações.

“Procurei por Phil Fisher após ter lido o livro *Ações comuns, lucros extraordinários*. Quando o encontrei, fiquei impressionado tanto com ele como com suas ideias. Um entendimento completo dos negócios obtido por meio da utilização das técnicas de Phil nos dá a possibilidade de assumirmos compromissos inteligentes com os investimentos.”

WARREN BUFFETT

APRESENTAÇÃO

ESTE É UM DOS LIVROS SOBRE INVESTIMENTO mais apreciados de todos os tempos. Ele está entre os mais vendidos na categoria de livros clássicos sobre o tema, e agora completa 45 anos de idade. Meu pai escreveu o prefácio original em setembro de 1957, na casa em que passei a minha infância. Ele permanece intacto. Quarenta e cinco anos depois, em outubro de 2002, atrevo-me a escrever, em minha casa, esta introdução, depois de todos esses anos.

Se o leitor tiver contato com ela, poderá pensar que meu pai já é falecido. Não é. No momento em que escrevo, ele está com 95 anos e vivo¹. Limitado, no entanto, pela ruína devastadora provocada pelos estágios avançados da senilidade e provavelmente pelo mal de Alzheimer (não há como termos certeza disso). Ele está em casa, acamado e apenas a alguns metros de distância do lugar onde escreveu *Ações comuns, lucros extraordinários* e suas outras obras.

Sua decadência física e mental é progressiva. Para nós que cuidamos dele, é um processo assustadoramente rápido. Quando o leitor iniciar a leitura deste livro, ele poderá já ter falecido. Ele nunca lerá este texto – mesmo que fosse lido para ele, não seria capaz de digerir seu significado além de uma ou duas frases, até perder o fio da meada em decorrência de sua terrível doença. Outrora um grande homem, hoje

¹ Philip A. Fischer faleceu em 2004, aos 96 anos.

ele é apenas um pequeno e velho homem já no final da vida. No entanto, é o meu velhinho. O que essa doença causa comumente às pessoas não é motivo para se envergonhar; é apenas uma doença e não um desvio. Quando escrevi meu terceiro livro, baseado em cem breves biografias de pioneiros já falecidos do mundo financeiro norte-americano, eu delimitei pioneiros “mortos” a partir da premissa de que pessoas mortas não entrariam com ações judiciais caso eu tivesse escrito algo equivocadamente. Mas também agi assim porque não queria mencionar meu pai em circunstância alguma. Não queria dizer nada que pudesse magoá-lo, caso eu o interpretasse de forma diferente do que ele desejava – o que eu certamente já fiz.

Agora não preciso me preocupar com isso porque ele nunca saberá o que relatei aqui. Portanto, é hora de contar-lhes um pouco a respeito do homem que escreveu um dos livros de investimento mais consagrados de todos os tempos. Considero-me a pessoa mais qualificada para a tarefa, pois o conheço como ninguém, se unirmos negócios a questões pessoais. Ah, sim... Certamente, em outros aspectos, minha mãe, sua esposa, o conheceu melhor do que ninguém. Minha tia, irmã dele, o conheceu por mais tempo do que qualquer um. Contudo, eram relacionamentos basicamente pessoais, não de negócios. Tenho, ainda, um irmão mais velho, Arthur, que trabalhou com ele por um breve período e foi temporariamente meu sócio nos negócios, e com quem mantenho um contato bastante próximo. Entretanto, o tempo profissional de Arthur despendido com o nosso pai foi relativamente curto. Ele se voltou para as ciências humanas na universidade, onde permanece até hoje. Arthur sempre foi o preferido entre os seus três filhos, e era mais ligado emocionalmente ao meu pai do que eu era. No entanto, Arthur seria o primeiro a admitir que passei muito mais tempo lidando profissionalmente com o nosso pai, ao longo desses

anos todos, e que eu mantinha uma relação diária com ele – que Arthur não podia ter, já que morava a quilômetros de distância.

ORIGENS

MEUS ANTEPASSADOS PATERNOS ERAM JUDEUS, sobretudo de Praga, na antiga Tchecoslováquia, e da Alemanha, tendo todos chegado em São Francisco no começo da década de 1850. Meu bisavô paterno se chamava Philip Isaac Fisher e foi o primeiro contador da Levi Strauss, além de ser a pessoa que abria e fechava a primeira loja da Levi's diariamente, e serviu Strauss durante toda a sua carreira. Meu bisavô não era rico, mas quando morreu a família estava financeiramente confortável. Sua esposa faleceu ainda jovem e sua filha mais velha, Caroline – ou Cary –, teve importante participação na criação de seus irmãos. Meu avô, Arthur Lawrence Fisher, o mais novo de oito filhos, adorava Cary, que desempenhava o papel parcial de mãe substituta.

Nascido em 1875 na cidade de São Francisco, Arthur Lawrence Fisher cresceu, formou-se na Universidade de Berkeley e frequentou a Escola de Medicina da Universidade Johns Hopkins, graduando-se em 1900 e voltando para São Francisco, para exercer a profissão como clínico geral. Mais tarde (talvez durante a Primeira Guerra Mundial, ou mesmo antes dela, durante uma pesquisa de pós-doutorado, por meio de uma bolsa da Universidade Rockefeller), ele se especializou em ortopedia, tornando-se o terceiro cirurgião ortopedista no oeste do Mississipi e membro fundador da Sociedade de Ortopedia do Oeste². Em 1906, Philip Isaac Fisher faleceu, adiando o casamento entre Arthur Fisher e

² Western Orthopedics Society.

Eugenia Samuels. O casamento foi novamente protelado pelo terremoto seguido do incêndio que abalou São Francisco em 1906. Finalmente, eles se casaram e meu pai nasceu dessa união no ano seguinte, em 8 de setembro de 1907. Ele foi chamado originalmente Philip Isaac Fisher, em homenagem ao seu recém-falecido avô.

Quatro anos mais tarde, em 1911, nasceu a irmã de meu pai, sua única irmã. Ela recebeu o nome de Caroline em homenagem à tia Cary. Tia Cary tinha tido um bom casamento com um parente de Levi Strauss chamado Henry Sahlein, que lhe foi apresentado por seu pai. Ela teve um papel importante na vida da família Fisher por duas gerações, a do meu avô e a do meu pai. Tia Cary não apenas custeou secretamente a educação de meu pai (algo que ele nunca veio a saber) como, também secretamente, deu dinheiro ao meu avô para comprar um carro para meu pai, o que foi essencial para a evolução da sua carreira. Cary, ainda, contribuiu para a estrutura familiar e social cotidiana que enriqueceu a existência frágil de meu pai quando criança – um processo que continuou por décadas. Se meus pais tivessem tido uma filha, ela teria se chamado Cary, como o foi sua primeira neta.

Diferente de muitos médicos, meu avô paterno era bastante desinteressado por dinheiro. Ele realizou muitos trabalhos filantrópicos e de medicina acadêmica, porém nunca se importou com dinheiro ou negócios. Quando seus pacientes particulares não podiam lhe pagar, ele os tratava mesmo assim. Ao emitir cobranças que não eram quitadas, ignorava-as e não cobrava novamente. Ele era considerado, pela maioria das pessoas, um santo por sua bondade e generosidade. Felizmente, por parte de seus parentes diretos, ele tinha tia Cary para custeá-lo “secretamente” nos bastidores. Sem ela, provavelmente, o leitor nunca poderia ter adquirido este livro.

Papai foi originariamente educado por tutores. Meu avô não acreditava nas escolas elementares da época e a tia Cary podia muito bem custear seus estudos. Mais tarde, no ensino médio, meu pai foi matriculado na renomada Escola Lowell, em São Francisco. Ele se formou com 16 anos. Inteligente, jovem demais e bem instruído em virtude de sua educação privada, papai era também desajeitado e faltavam-lhe habilidades para o convívio social, normalmente aprendidas pelas crianças na escola elementar. Ele era frágil, quebradiço, e sem aptidão esportiva. Como era mais jovem, era também pequeno comparado com os seus colegas da Escola Lowell. Dessa forma, ele se sentia socialmente inseguro, o que foi reforçado pela incessante natureza negativa e crítica de sua mãe. Aos 16 anos, papai iniciou seus estudos na Universidade de Berkeley. Mais tarde, com a ajuda financeira da tia Cary, e um carro pago por ela, transferiu-se para a menor e mais acolhedora Universidade de Stanford. Mudança que se provou decisiva.

Ele zelosamente voltava a São Francisco nos finais de semana, que começavam com um jantar familiar ritual às sextas-feiras, na casa da tia Cary e do tio Henry. Os jantares repetiram-se por quase cinquenta anos, tendo começado antes do nascimento do meu pai, e incluíam até mesmo membros distantes da família. Esses jantares foram cruciais para a construção das primeiras habilidades sociais de meu pai. (O ritual persistiu ainda por um tempo quando eu era criança.) Meus avós sempre estavam presentes. Meu pai chegava diretamente de Berkeley ou, mais tarde, de Stanford. A casa da tia Cary, que se ainda existisse hoje poderia ser chamada de mansão, foi construída na década de 1890 pelo tio Henry na rua Jackson, bem ao lado da avenida Van Ness. O banquete, com pratos variados, envolvia discursos e debates posteriores que frequentemente se transformavam em discussões entre os participantes, algo que

meu avô adorava presenciar. Havia muitas meninas entre as crianças e, como único homem da sua geração, papai era o preferido do tio Henry, o que tornou esses eventos especialmente memoráveis para ele – sua oportunidade única, como um jovem rapaz, de sobressair no grupo. Após o jantar, ele voltava para casa com seus pais, retornando à faculdade na segunda-feira de manhã.

Para meu pai, Stanford foi espetacular. Calorosa, bela, extrovertida e de prestígio, ele se sentia mais à vontade em Stanford do que em Berkeley, ou em qualquer outro lugar. Graduou-se aos 20 anos e, ainda inseguro, porém sentindo o amparo de Stanford, permaneceu na então primeira turma da recém-criada Escola de Administração de Stanford – mais uma vez financiado secretamente pela tia Cary. Meu pai nunca soube a respeito das dádivas financeiras dela em seu benefício. Muitos outros membros da família sabiam. Tia Cary e meu avô achavam melhor que o beneficiário dessas contribuições pensasse que elas vinham das economias de seu pai, em vez dos recursos de uma tia que havia enriquecido com o casamento.

Stanford não contava, naquela ocasião, com uma disciplina sobre investimentos tal como hoje; entretanto, como meu pai já descreveu em outras obras, havia uma disciplina por meio da qual os alunos viajavam para visitar e analisar negócios locais. Ele tinha um carro e voluntariamente levava o professor, Boris Emmett. Dessa forma, eles passavam bastante tempo juntos, o que teve um efeito significativo sobre meu pai. Ele sentia que aprendia mais com Emmett durante o trajeto de carro do que no tempo regular vivido em Stanford. Ele descreveu tudo isso melhor do que eu em sua monografia da Financial Analysts Research Foundation (FAF) em 1980, denominada *Desenvolvendo uma filosofia de investimentos*, de modo que não preciso me estender na questão. Em seu

prefácio original ao livro *Ações comuns, lucros extraordinários*, ele descreveu seus primeiros anos no mundo dos negócios; portanto, não há necessidade de me estender nesse aspecto também.

VIDA ADULTA

CONFORME EVOLUÍA A SEGUNDA GUERRA MUNDIAL, meu pai deixou o interesse pelos negócios de lado e se alistou. Velho demais e extremamente instruído para se tornar um soldado ideal, ele teve sorte. Seu mentor de longa data, Ed Heller, se alistou antes dele e ajeitou as coisas – de algum modo, papai se tornou imediatamente um oficial e, a partir daí, nunca ficou na linha de frente. Em vez disso, ele lutou na guerra, do seu gabinete, em toda a região central da América, processando a contabilidade e as finanças para a Aeronáutica. No primeiro dia, ele já era tenente, o que estranhou bastante. Ao apresentar-se para o posto, usando uniforme, o pessoal de escalão inferior lhe prestou continência mas ele não sabia como responder. O pessoal de escalão elevado esperava dele certo respeito e um comportamento adequado, cujas formalidades ele também não dominava. Levou algum tempo para que ele se adaptasse. Ele odiava o serviço militar, achava que essa fase havia sido uma época terrível em sua vida, apesar de reconhecer prontamente ter sido bem tratado na instituição. Ele detestava o regimento, a falta de liberdade, e ter de cumprir ordens.

Quando instalado em Little Rock, Arkansas, ele conheceu minha mãe, Dorothy Whyte, que também estava a serviço no local. Minha mãe veio de Camden, Arkansas, que é bem perto de onde o presidente Bill Clinton foi criado alguns anos depois. Meu pai se apaixonou à primeira vista por minha mãe e pediu-lhe que se casasse com ele apenas algumas

semanas depois do início de seu relacionamento; ela aceitou imediatamente. Em 1944, meu irmão mais velho, Arthur, nasceu – minha mãe foi para São Francisco, permanecendo com meu avô, sob sua supervisão médica, antes e depois do parto. Ela ficou por lá até a dispensa de meu pai, ocasião na qual ele voltou para casa e renovou seus interesses nos negócios, conforme descrito em sua monografia. Donald nasceu em 1947 e eu, em 1950. Entre o nascimento de Donald e o meu, uma filha faleceu no parto.

Logo após meu nascimento, eles compraram uma casa no terreno onde moram até hoje, na cidade de San Mateo, na Califórnia, cerca de vinte minutos ao sul de São Francisco. Entretanto, eles odiavam a casa, ao passo que adoravam sua localização. Eles adoravam a vista, as árvores e a paisagem. Meu pai demoliu a casa e construiu uma nova, onde cresci e onde eles passaram a residir desde então. Durante a construção, nós alugamos uma casa a uma quadra de distância. Quando ficou pronta, a casa era espaçosa, toda branca, limpa e austera. Na casa de meu pai, tudo sempre teve de estar impecavelmente arrumado. Os objetos de qualquer tipo deveriam ser poucos e estar nos seus respectivos lugares; caso contrário, ele se aborrecia.

Ele adorava o quintal. Até quando bem mais velho, ele costumava passar quase um dia inteiro, todos os finais de semana, no fundo do quintal, que era quase selvagem, com carvalhos espetaculares e flores silvestres. Ele então cultivava e cuidava daquele seu jardim selvagem, enquanto refletia sobre todas as coisas que o afligiam, fosse o mercado de ações, a política, questões familiares ou qualquer outra coisa; aquele momento era uma terapia fantástica para tudo o que o aborrecia. Foi somente quando o processo degenerativo de demência começou, causando-lhe grande debilidade, que renunciou ao jardim.

A meu ver, o final da década de 1950 e os anos 1960 foram o ponto alto da vida de meu pai. Em 1958, *Ações comuns, lucros extraordinários* foi publicado, transformando-o instantaneamente em estrela nacional. Em nível regional, o livro transformou-o num tipo de decano da comunidade financeira de São Francisco. Duvido que alguém tivesse conquistado antes tanto prestígio imediato decorrente de um livro de investimentos. Certamente, na sua época, o livro de Benjamin Graham, *Security analysis*³, levou muito mais tempo para se tornar proeminente. Nomes regionais que se destacaram em 1960 incluíam Dean Witter, que fundou e dirigiu uma grande firma de corretagem local. Entretanto, para Dean Witter, Nova York era a meca. E o público já havia absorvido o conceito de que um corretor da bolsa de valores não era um gerenciador financeiro. O então famoso Gerald Loeb, nascido em São Francisco, de origem judaica e também corretor, pode ter sido maior do ponto de vista nacional, mas já havia partido há muito tempo para Nova York e perdido a ligação com suas raízes locais.

Em suma, em São Francisco, nos anos 1960, não havia nenhum consultor financeiro tão conhecido e renomado como meu pai. Diferentemente dos dias de hoje, todas as atividades do norte da Califórnia relacionadas a investimentos eram geograficamente centralizadas num raio de poucas quadras entre as ruas Montgomery e Bush, em São Francisco. Foi nesse universo que meu pai obteve o prestígio com o qual mal poderia sonhar durante sua infância insegura.

Havia um dispositivo na legislação estadual da Califórnia, em vigor ainda hoje, permitindo a um consultor que tivesse menos de quinze clientes, e não tivesse oferecido seus serviços ao público em geral como

³ Análise de segurança.

consultor de investimentos, ser desobrigado do registro na Securities and Exchange Commission (Comissão de Câmbio e de Títulos de Crédito) e manter contratos numa remuneração percentual de lucros, o que, de outra forma, era considerado ilegal nos anos 1940 e uma questão que muitos investidores não apreciam atualmente. Antes disso, os que eram trapaceiros conquistavam seus clientes, diziam à metade deles para agir de um modo, à outra metade para fazer exatamente o contrário, cobravam uma taxa de 20% sobre o lucro, independentemente do que acontecesse, e retinham 10% da diferença, qualquer que fosse o resultado. Portanto, os contratos de lucro percentual foram considerados ilegais para todos os consultores de investimentos por mais de quarenta anos, a menos que a pessoa tivesse menos de quinze clientes e não se apresentasse como um consultor de investimentos.

E foi assim que meu pai estruturou seus negócios ao voltar do serviço militar. Com a fama do livro *Ações comuns, lucros extraordinários*, ele pôde manter facilmente uma carteira de clientes bastante ricos pertencentes às famílias locais, que lhe pagavam bem e não exigiam nenhuma organização para sustentá-lo. Isso lhe possibilitou sentir-se superior àqueles que necessitavam de uma clientela mais popular e, ainda, permanecer como uma pessoa bastante discreta, o que se encaixava bem com sua inabilidade social e sua insegurança. Apesar de sua fama e notoriedade, ele sempre se sentiu pouco à vontade em público, evitando tais situações.

Voltando a 1945, Herbert Dougall foi contratado pela Universidade de Stanford e iniciou o primeiro curso dedicado a investimentos da Escola de Administração. Em toda a história, apenas três pessoas ministraram esse curso. Dougall o ministrou de 1946 a 1968, 22 anos ao todo, exceto pelo intervalo sabático de dois anos, em 1961 e 1962, quando meu pai assumiu o curso temporariamente, com dedicação de meio

período. Entre os alunos de meu pai estava Jack McDonald, que foi contratado pela Universidade de Stanford em 1968 e passou a ministrar o curso a partir de então.

Quando Dougall esteve ausente, foi devido à sua reputação por *Ações comuns, lucros extraordinários* e a seu *status* de ex-aluno, em grande parte, que meu pai foi escolhido. Meu pai adorava esse trabalho, pois ele revivia o seu velho caso de amor com a Universidade de Stanford. Se Dougall não tivesse retornado, acho que meu pai teria ministrado o curso, por meio período, para sempre. Entretanto, Dougall efetivamente retornou, e Jack McDonald assumiu em 1968.

Segundo o testemunho de Jack, foi papai que lhe despertou o interesse pelos mercados. Antes disso, Jack era um jovem engenheiro da Hewlett-Packard que mudou o curso de sua vida profissional, quando conheceu meu pai. Jack tem dito, desde então, que a principal contribuição de meu pai, conforme apontado em *Ações comuns, lucros extraordinários*, é de ter sido a primeira pessoa a conjugar os modelos de crescimento sustentável com o conceito da vantagem competitiva. Embora hoje em dia esse seja um padrão predominante, naquela época ainda não era. Em alguns aspectos, Jack enxerga meu pai mais como um estrategista seminal do que como um operador ou inovador do mercado de ações.

Enfim, para todos os alunos e pesquisadores de administração que veem Stanford com respeito, que prestigiam os seus cursos de MBA e acham que aqueles que cursaram a disciplina de graduação em investimentos se destacaram, observem: por um período bastante longo, esse curso foi ministrado, ou pelo autor deste livro (por dois anos), ou por seu discípulo; e por um único homem antes disso. Um testemunho e tanto para *Ações comuns, lucros extraordinários* – que poucos leitores valorizam ou conhecem.

Por um bom período, até que eu viesse temporariamente a deter os direitos do livro e, depois, iniciasse uma luta estúpida com Jack McDonald (por culpa exclusivamente minha), Jack sempre utilizava *Ações comuns, lucros extraordinários* como um livro-texto da Universidade de Stanford, de maneira formal ou informal, para ministrar o curso. Ao longo de vários anos, meu pai ia até Stanford, a pedido de Jack, para apresentar uma palestra anual e para responder a perguntas nas aulas. Em maio de 2000, depois de muitos anos de ausência e estando o meu pai já com sintomas de demência senil, Jack pediu que ele voltasse e desse uma palestra. Fiquei muito temeroso de que meu pai pudesse se sentir constrangido, pois eu sabia que ele não era mais o mesmo homem de antes. No entanto, meu pai aceitou o convite e usufruiu um dos melhores dias que teve em muito tempo, apresentando uma palestra estimulante e respondendo a todas as perguntas dos participantes. A palestra, incluindo a apresentação calorosa de meu pai feita por Jack, foi publicada na íntegra, no volume XV, na edição número 7, da revista *Outstanding Investor Digest*.

Conforme a senilidade foi avançando, meu pai foi lentamente perdendo as lembranças das pessoas que ele havia conhecido no mundo dos negócios. Na maior parte das vezes, ele se lembrava das pessoas do seu passado remoto e esquecia com facilidade aquelas que havia conhecido recentemente. Por exemplo, ele se lembrava de muitas pessoas dos anos 1950, enquanto já havia esquecido quase todas as que conhecera na década de 1970. Esses são os sintomas da demência senil. Entretanto, as lembranças mais emotivas ficam profundamente enraizadas em nossa mente. Jack McDonald, que papai conheceu em 1961 – durante 33 anos, portanto, numa carreira de 72 anos –, foi uma das últimas pessoas do mundo dos negócios a desaparecer de sua memória, demonstrando quanto McDonald significava para ele.

Conforme os anos 1960 passavam, meu pai ia se tornando menos interessado em sua imagem pública e mais interessado em sua tranquilidade. Ele se tinha na conta de figura de grande prestígio entre as pessoas do ramo dos negócios, e em grande parte o era, mas também sabia que era uma atividade privada. Ele atendia a alguns poucos pedidos locais para que aparecesse em público, mas recusava a maioria deles, e nunca mais viajou com essa finalidade.

Em 1970, aos 63 anos de idade, ele ainda não tinha um fio de cabelo branco sequer na cabeça. Nesse mesmo ano, meu irmão mais velho, Arthur, um historiador eclesiástico dos bons, formado pela prática, foi trabalhar com ele. Dois anos depois, eu me juntei a eles. A ideia de papai era que trabalharíamos durante alguns anos e, aos poucos, assumiríamos os seus negócios. Isso nunca poderia acontecer. Levou apenas cerca de um ano para que eu percebesse o porquê. Meu pai era tão zeloso com os detalhes, tão concentrado e, ao mesmo tempo, inseguro e desajeitado nas relações sociais que era absolutamente incapaz de delegar qualquer tarefa. Portanto, Arthur e eu nunca pudemos realmente evoluir como colaboradores significativos.

Eu era inerentemente enérgico, rebelde e emocionalmente brutal nos relacionamentos pessoais; tão logo percebi que papai jamais delegaria funções, soube que tinha de me distanciar dele para o nosso próprio bem. Caso contrário, não haveria nenhuma oportunidade para mim: ou ele me magoaria ou vice-versa, ou ambos. Levou mais quatro anos para que Arthur fosse embora, deixando inicialmente meu pai para se juntar a mim. Entretanto, é difícil para um irmão mais velho juntar-se a um irmão mais novo como um sócio de menor importância, e essa tentativa também não deu certo. Assim, Arthur deixou os negócios e eu permaneci; porém separado, interagindo com meu pai, mas a distância.

Esses anos marcaram as primeiras decepções desde a publicação de *Ações comuns, lucros extraordinários*. Foram os anos do mercado em baixa (1973–1974), e o começo da decadência física de meu pai. Em 1977, ele estava com 70 anos e, embora não admitisse e ainda contasse com uma energia excepcional para um homem daquela idade, não era mais tão ligeiro como antes; pela primeira vez, começou a demonstrar os sinais iniciais de envelhecimento. Seu cabelo começou a cair e a embranquecer. Ele passou a cair no sono regularmente durante os trajetos vespertinos de trem pela península. Às vezes, durante a tarde, ele acabava dormindo à sua mesa de trabalho. Ele estava cansado, mas não desistia.

Durante esses anos, ele decidiu que iria aprimorar a qualidade de seus títulos e ações, desfazendo-se daqueles que considerava fracos, entre os poucos que possuía, para possuir ainda menos porém de melhor qualidade. Em retrospecto, sem me aprofundar muito no assunto, o que ele fez foi limitar o universo que exigia demais a sua atenção, para corresponder proporcionalmente à sua queda de energia. No começo de sua carreira, ele teve cerca de trinta ações: poucas de grande porte e bem estabelecidas, algumas de porte médio que ele havia adquirido sob a forma de empresas menores. Durante décadas, ele deteve a posse de algumas ações de pequeno porte pelas quais alimentava grandes esperanças, além de um bom número de investimentos de natureza privada e bens revestidos de pequenos montantes de menor valor. Em meados da década de 1970, ele passou a vender as ações que considerava menos importantes e a se concentrar em suas favoritas, de modo que, até meados de 1990, ele detinha seis e, nos anos 2000, apenas três. Nenhuma delas progrediu.

Meu conselho a todos os investidores é parar de tomar decisões sobre investimentos de qualquer espécie quando ficar velho, qualquer que seja o significado da palavra “velho”. Pare antes de ficar velho. Tenho

observado grandes investidores envelhecerem e lhes asseguro de que não há bons investidores velhos. Há, sim, homens velhos que foram grandes investidores. O processo de investir, todavia, é exigente demais para permitir que a idade avançada caminhe ao lado da prosperidade futura, e a velhice acaba sendo mais poderosa do que a grandiosidade do passado, deixando-a em segundo plano. Na medicina, a fragilidade senil representa uma grande fronteira reconhecida como uma nova doença a ser combatida no futuro, no entanto, até o presente momento, ela continua interrompendo a atividade de todos os investidores idosos. Simplesmente não existem grandes investidores octogenários.

Nos últimos anos, meu pai era capaz de conversar e pensar de maneira adequada, mas já não possuía a clareza para tomar grandes decisões e suas vendas passaram a ficar extremamente comprometidas. Mais tarde em sua vida, ele passou a dizer coisas como estar procurando ações que pudesse manter durante trinta anos, o que soava ingênuo para um homem de 85. As pessoas costumavam achar elegantes essas suas afirmações, o que também considero ingênuo. Acredito que muitas pessoas sabiam que ele fazia isso porque adorava o mundo dos investimentos e não poderia abandoná-lo, mesmo sob o risco de algum prejuízo financeiro. Entretanto, ele foi perdoado por todos, inclusive por mim. Por que eu deveria me preocupar? Se isso o fazia feliz, então estava tudo bem.

Algumas pessoas podiam observar, contudo, que ele era como um homem que estava em campo, com o uniforme de seu time e com a bola nos pés, porém sem condições de disputar. Suas últimas e escassas transações, no final de sua vida, não tiveram sucesso. Ele teria se saído bem melhor financeiramente se tivesse abandonado a atividade com 80 ou 70 anos. Não teria importância se ele tivesse vendido e entrado em fundos atrelados a índices, ou tivesse simplesmente mantido, até a sua morte, o

que havia adquirido. Suas decisões, da maneira como se desenrolaram, lhe acarretaram uma perda financeira invariável.

Sua recomendação aos investidores, em longo prazo, era de comprar de grandes empresas e mantê-las eternamente. E ele teve grandes empresas. Se tivesse seguido as próprias recomendações no final de sua vida e não tivesse colocado em risco suas reservas, ele poderia ter mantido seu patrimônio até a morte e agido de maneira mais sensata.

Não me recordo da composição de todo o seu patrimônio, apenas de suas aquisições mais importantes. Em 1973, durante o pico do mercado, ele possuía participações em grandes empresas, com valores significativos, tais como a Dow Química, a FMC Corporation, a Motorola e a Texas Instruments. Entre as empresas de médio porte e com grandes participações, posso mencionar a Raychem e a Reynolds and Reynolds. Essas seis ações constituíam, naquele momento, dois terços de seu rendimento líquido. As maiores posições eram da Motorola, da Texas Instruments e da Raychem – e se ele as tivesse mantido até os dias de hoje, apesar do período de baixa de 2000–2002, ele teria se saído muito bem. Entretanto, com exceção da Motorola, elas foram todas vendidas, e em em péssimas ocasiões, algo que ele não teria feito se fosse mais jovem. Entre as empresas de menor porte, ele possuía muitas participações, todas escolhidas entre os anos de 1968 e 1973 – e poucas lhe proporcionaram lucro depois de 1973. A melhor de todas, indubitavelmente, foi uma companhia *holding* de investimentos na Manufacturing Data Systems, que se tornou pública e depois foi adquirida na década de 1980, e por meio da qual ele angariou um lucro cem vezes maior com relação ao seu investimento. A mais recente de todas, a Rogers Corporation, ele ainda detém. A Motorola, *idem*. Mais tarde em sua vida, ele tinha uma tendência para vender as ações que estavam em baixa por muito tempo e, com

frequência, um pouco antes de elas se recuperarem de maneira espectral. Ele agiu assim especificamente com a FMC e com a Texas Instruments na década de 1980, e com a Raychem na década de 1990.

Ainda nos anos 1970, algo aconteceu à sua maneira de pensar que eu não consigo entender. Meu avô praticou a medicina até pouco antes de falecer em 1959. Em poucos anos, contraiu o que hoje seria provavelmente diagnosticado como doença de Alzheimer ou algum tipo de demência. Ele decaiu rapidamente e, então, faleceu. No entanto, a análise de meu pai foi diferente. Ele achava que meu avô havia ficado debilitado por ter parado de trabalhar e concluiu que, se ele também o fizesse, sofreria as mesmas consequências. Dessa forma, decidiu continuar trabalhando. Pelo resto de sua vida, o trabalho passou a ser sua própria vida. Gradativamente, passou a se conformar com o fato de não poder fazer muito, mas obrigava-se a fazer o máximo possível e realizou um trabalho notável. Ele enxergava a vida como um músculo – quando você o exercita devidamente, ele passa a trabalhar para você, mas se você o deixa inerte ele se enfraquece (e segundo sua maneira de pensar isso levaria à decadência e à morte). Mesmo quando sua demência o forçou, de maneira inevitável, a abandonar de vez o trabalho, ele se ressentiu terrivelmente, acreditando que isso o levaria à morte – em vez de olhar pelo prisma de que a sua doença o levaria fatalmente a esse fim, estivesse ele trabalhando ou não.

Mesmo depois de a demência senil ter sido diagnosticada, ele continuou a trabalhar, consultando o neurologista todos os meses para verificar seu estado de saúde. Em 1999, com seu estado de demência o restringindo, porém não o impedindo de trabalhar, mudei o escritório dele para a sua casa, para meu antigo quarto, com tudo o que havia em seu escritório anterior. Ele comunicou, aos poucos clientes remanescentes, sua condição

e eles permaneceram com ele mesmo assim. No entanto, ele pôde conter a marcha de suas falhas de memória por apenas mais dezoito meses. Em 2000, desistiu completamente. No ano seguinte, ele conversou comigo e me consultou sobre a ideia de escrever outro livro, reingressar nos negócios e poder viajar visitando universidades para dar palestras, tal como fazia em Stanford. Fez até mesmo uma tentativa de escrever um novo livro, que ele intitularia *O que aprendi nos últimos 25 anos*. Mas ele não passou das sete primeiras páginas, na verdade, ditadas.

Sua energia se esgotava mês a mês e sua capacidade mental diminuía sem parar. Como é característico dessa doença, ele falava sobre seus planos pela manhã e à tarde já os havia esquecido. Quando sua carreira acabou, depois de 72 anos, ele ficou muito deprimido, pois sua autoimagem era fortemente ligada a seu desempenho profissional. Como costumava dizer minha falecida sogra, “A velhice não é para os fracos”.

QUE TIPO DE HOMEM ERA ELE?

MEU PAI ERA DISPERSO, AUSTERO E SÉRIO, porém com um estranho senso de humor ligado ao jogo de palavras. Ele adorava trocadilhos e se referia aos trocadilhos alheios como “um semi trocadilho”, ou um “troc!”. Quando eu era criança, meus amigos morriam de medo dele porque ele tinha um olhar fixo, frio e não intencional que parecia atravessar nossa alma. Se você não o conhecesse bem, ele o amedrontaria – cabelos pretos, tez escura, um homem não muito grande (de fato, quase delgado), porém dono de um olhar assustador, e geralmente vestindo roupas escuras. Se ele fosse vinte anos mais jovem, 75 anos antes, pareceria com o arquétipo do vilão magro, de cabelos escuros, vestido de preto, que aparecia nos *westerns* antigos. Você poderia imaginá-lo dizendo: “Não se

mova ou eu atiro”. Mas ele não “atiraria” em ninguém. Não era um homem mau. Apenas tinha essa aparência. Ele não precisava dizer uma palavra sequer e mesmo assim as crianças o temiam e fugiam dele. Reafirmo, ele não era mau, mas também não era nem caloroso nem acolhedor; e nunca elogiava ninguém, exceto meu irmão mais velho, que ele adorava desde o nascimento. O fato é que eu sempre soube que meu pai tinha muita consideração por mim, talvez até mais do que por qualquer outra pessoa com a qual ele tivesse contato, mesmo que demonstrasse esse sentimento de maneira estranha, ou não o fizesse absolutamente. Geralmente, não demonstrava. Por exemplo, com exceção de uma só vez, da qual me lembro distintamente, quando eu tinha 16 anos, ele jamais me elogiou diretamente sobre coisa alguma até que eu já tivesse os meus quarenta e tantos anos. Isso me chateava muito quando eu era jovem; no entanto, passei a aceitar o fato. É assim que ele era. Simplesmente não era o tipo de homem que fazia elogios. Ele dizia aos outros, de maneira quase ostensiva, como tinha orgulho de mim, e eu acabava ouvindo isso das outras pessoas; mas ele nunca falava comigo diretamente. Ele me disse, mais tarde, que havia se arrependido, mas não havia aprendido a lidar com isso. Esse tipo de comunicação era difícil para ele.

Deixe-me ajudá-lo a visualizar essa questão descrevendo um episódio da carreira de meu pai. Décadas antes do evento mundial do computador, ele utilizava uma metodologia para descobrir novas ideias para novas ações do mercado. Ele divulgou a informação de que qualquer jovem investidor poderia agendar uma consulta com ele, apenas uma vez, para falar sobre investimentos. Geralmente, ele não via essa pessoa nunca mais. Entretanto, se ele a considerasse extraordinariamente competente, ele a veria diversas vezes e se ofereceria para trocar ideias sempre que possível. Ele falava dos seus interesses com a pessoa e vice-versa; e

posteriormente, se eles detectassem algo interessante, poderiam trocar ideias. Esses investidores transmitiram muitas ideias ao meu pai durante décadas. No entanto, ele era tão claro naquilo que desejava, haja vista as quinze questões que ele elaborou, e tão voltado somente para isso que em toda a sua carreira seguiu o conselho de apenas um homem com relação ao mercado de ações, e somente uma vez. Outras ideias dessa mesma pessoa foram rejeitadas porque, segundo ele, não eram suficientemente adequadas – não lhe pareciam corretas.

Ele seguiu o raciocínio de dois indivíduos específicos, por duas vezes. Um deles teve ideias que provocaram perdas financeiras nessas duas vezes. A única pessoa cujas sugestões ele seguiu por três vezes fui eu. Ele adotou três das minhas sugestões sobre ações, integralmente, para o seu núcleo de clientes e para os seus investimentos pessoais e de minha mãe, e obteve mais de 1.000% em cada uma delas. Essas foram as únicas ideias que ele adotou em toda a sua vida, de qualquer pessoa que fosse, e se beneficiou delas. As minhas surgiram no final dos anos 1970, tarde em sua carreira, e, como já mencionei, uma época em que seus êxitos começaram a escassear; devem ter sido, portanto, duplamente preciosas.

Deixe-me mostrar quem ele era. Entre essas três ideias sobre o mercado de ações, duas ele jamais reconheceu como minhas. A terceira? Mais de quinze anos depois, já com os meus 40 anos de idade, ele me enviou uma pequena nota para dizer como eu tinha sido feliz com aquela sugestão – ele ainda mantinha as ações naquela ocasião, assim como anos seguintes. Quando eu o relembrei das outras duas ideias, ele as reconheceu, mas nada além disso. Sem congratulações. Sem agradecimentos. Pelo fato de eu sentir menos medo dele do que os outros, eu o desafiava verbalmente, às vezes, exatamente como fiz naquela ocasião, perguntando-lhe de quem mais ele já tinha recebido três ideias de

sucesso sobre investimentos. Ele afirmou que de ninguém mais, mas que isso não era tão importante. Ele explicou que a chave estava nele, por saber quais ideias deveria seguir e quais deveria descartar, e não ter seguido nenhuma das minhas ideias más. Isso me aborreceu e contestei afirmando que ele havia seguido diversas ideias erradas de terceiros. Ele ficou furioso comigo e ficamos sem nos falar durante um mês. Depois, ele se esqueceu do episódio e o assunto nunca mais veio à tona. Assim era meu pai: indiferente, frio, duro, rígido, disciplinado, antissocial, persistente, por fora sempre confiante, porém internamente sempre assustado. E extraordinário. Sei que ele me respeitava; porém, as pessoas que ele mais respeitava eram aquelas às quais ele tinha mais dificuldade de comunicar isso diretamente.

Como era a sua rotina diária? Em 1958, quando *Ações comuns, lucros extraordinários* foi publicado, papai chegou em casa do trabalho no final da tarde, trocou de roupa, jantou formalmente com a família na sala de jantar e, então, recolheu-se à sala de estar – onde costumava ler, às vezes, literatura sobre negócios, mas também, com frequência, livros policiais – até a hora de dormir.

Quando eu era criança, ele costumava fazer uma pausa antes de dormirmos, contando a mim e a meus irmãos histórias para crianças, por meio das quais ele nos ninava – mais a mim que aos meus irmãos, já que eu era o que mais as apreciava. Às vezes, eram histórias reais sobre personagens ou eventos heroicos, como a história de Joana d'Arc, a Revolução Americana, a Marcha de Paul Revere ou a vida de Napoleão. Outras, eram histórias fictícias de sua própria criação, algo que ele esperava um dia transformar em livros infantis, mas nunca o fez. Suas histórias eram ótimas. Eu e meus irmãos dormíamos em quartos separados, e papai sentava no canto da cama daquele ao qual estivesse

contando a história. Alguns de nós deitávamos no chão e, quando caíamos no sono, ele nos levava para a cama. Ele e minha mãe costumavam dormir por volta das 22 horas.

Pela manhã, ele nos levava para a escola às 7h30 num velho e rodado Oldsmobile azul e dirigia até determinado ponto, cerca de oitocentos metros da estação de trem San Mateo. Caminhava até a estação e tomava o trem para São Francisco. Os lojistas de San Mateo que abriam suas lojas bem cedo chegaram a chamá-lo de "*the flash*" porque ele caminhava rapidamente e inclinando-se para a frente, num mundo que há muito tempo era "movido com os nossos próprios pés". Ele acreditava que se a chuva não fosse forte ela não nos faria bem e que, se não caminhássemos depressa, seria um desperdício de milhagens. Ele adorava os trens ferroviários e utilizava esse meio de transporte desde criança.

O seu trem da manhã partia às 8 horas. Ele chegava na estação de São Francisco, localizada entre as ruas Third e Townsend, às 8h30 (a uma quadra de onde fica a estação atualmente). No trajeto, ele lia sobre negócios todos os dias. Se alguém tentasse falar com ele, dizia que estava ocupado com seu trabalho — o que era verdade — e continuava a ler, sempre indiferente e solitário. Então, caminhava cerca de 1.500 metros até seu escritório em Mills Tower, na esquina das ruas Bush e Sansome. Se alguém quisesse caminhar com ele, não conseguiria, porque ele caminhava rápido demais para que alguém pudesse acompanhá-lo. Solitário e indiferente. Um tipo de ermitão por sua própria escolha.

Em Mills Tower, ele subia pelo elevador até o 18º andar e entrava em seu escritório. Sozinho. Na verdade, ele teve dois escritórios nesses anos todos. Ele permaneceu no conjunto 1810 da Segunda Guerra Mundial até 1970 e depois se mudou para o conjunto 1820. As gravuras da

contracapa do livro *Investidores conservadores dormem tranquilos* podiam ser vistas nos dois escritórios dele, e hoje estão na parede de uma sala de conferências no escritório central da minha empresa.

Sua mobília nunca foi trocada durante todos aqueles anos. A mesma escrivaninha, hoje, está no quarto onde eu dormia quando era criança. As cadeiras e todos os outros apetrechos – nada foi alterado em quarenta anos e tudo era bastante austero. Meu pai era austero. Seu luxo naquele local? Era a vista para a Baía de São Francisco. Quando ele se mudou para o conjunto 1820, foi para o escritório de esquina, com vista para a baía em duas direções; esse era o seu luxo. Na década de 1950, o Mills Tower era um dos dois edifícios comerciais mais altos da cidade, juntamente com o Russ Building. Quando ele se mudou, em 1970, para o conjunto 1820, a vista para a baía, das duas janelas e em ambas as direções, era bastante ampla. Porém, em meados dos anos 1980, quando o tirei de lá, ele não podia ver nada além dos edifícios comerciais mais altos do outro lado da rua, em todas as direções. Presa pela multiplicação desenfreada dos escritórios comerciais em São Francisco nos anos 1970, a cidade simplesmente cresceu em torno dele – e, com a falta da vista da baía, grande parte de sua paixão pelo fato de estar ali esmoreceu.

Todas as noites, ele caminhava cerca de 1.500 metros de retorno à estação de trem e lia novamente no caminho de volta, embora em sua velhice, como eu já disse antes, ele caísse no sono frequentemente a bordo do trem no fim do dia. Ele chegava no escritório às 9 horas e voltava para casa às 16 horas. Quando chovia, ele tinha de tomar o ônibus, algo que detestava. O ônibus colocava-o em contato próximo com todos os tipos de pessoas – afinal, qualquer pessoa pode utilizar esse meio de transporte –, e até mesmo a melhor pessoa que pudermos imaginar (já que ele definitivamente não era uma pessoa extrovertida) o deixava desconfortável.

Ele nunca trabalhou demais, comparado ao grande sucesso obtido nos negócios, pelo menos não de maneira incessante e frenética. Antigamente, eu me surpreendia com o fato de alguém poder ter tido tanto sucesso como ele obteve, trabalhando por tão poucas horas como ele costumava fazer e utilizando o mínimo de esforços extenuantes. Entretanto, creio que era em razão de sua habilidade natural. Às vezes, ele parecia um foco de luz radiante, bonito de ver. Nós precisamos de relativamente poucas dessas oportunidades em nossa carreira para realizar muita coisa, desde que não cometamos erros graves demais em outros momentos. Ele conseguiu essas duas coisas e esse é o segredo do seu sucesso.

A verdade é que ele estava sempre sozinho. Até que meu irmão fosse trabalhar com ele em 1970, ele nunca teve por perto mais do que uma secretária que trabalhava meio período em alguns dias da semana. Durante décadas, até o começo dos anos 1970 (o que também marcou o começo do seu declínio nos negócios), ele contava com apenas uma funcionária, a sra. Del Poso. Como eu era muito jovem, nunca cheguei a conhecê-la profundamente, fato do qual me arrependo hoje, pois tenho certeza de que poderia ter aprendido muito sobre meu pai com ela. Fora isso, ele ficava só. Antissocial. Pensando. Lendo. Ele costumava falar ao telefone, é claro, mas nunca com a intenção de estar com as pessoas. Enfim, uma pessoa bastante introvertida.

Meu pai adorava assistir às apurações eleitorais. Sempre. Era uma paixão. Ele tinha uma memória fantástica antes da senilidade. Usualmente, ele memorizava os nomes de todos os 435 membros da Câmara dos Deputados e dos cem senadores. À noite, ele costumava contar os nomes, passando por todos os estados da Federação, até pegar no sono. Ele também memorizava cada capital estadual e me fazia decorá-las quando eu era criança. Para ele, lembrar de cada uma delas não era tão desafiador porque elas

nunca mudavam. No entanto, os deputados sim, o que lhe dava um novo estímulo. A única vez que esse exercício realmente provocou um efeito contrário sobre meu pai foi quando Warren Buffett começou a interagir com ele. Pelo fato de ter o nome do pai de Buffett consolidado na memória em decorrência da época de Howard Buffett como deputado em Omaha, papai sempre se referia a Warren Buffett como “Howard”, o que frequentemente lhe causava bastante constrangimento. Warren, no entanto, nunca se importou. Eu chamava a atenção dele diversas vezes, e ele sempre retrucava.

Ele adorava assistir às apurações eleitorais porque seriam o início de um novo ciclo de memorização. Esse interesse também estava ligado a seu gosto pela análise política, algo que sempre o fascinou. E ele até que se saía bem nisso. Ele já começava com uma vantagem. Pelo fato de ter os nomes de todos aqueles homens na memória, ele já estava um passo adiante com relação aos demais. Aposto com qualquer um que não há mais do que quinhentas pessoas no país inteiro que saibam os nomes de todos os representantes da Câmara dos Deputados e do Senado. Mas ele sabia. Sempre.

Também, pelo fato de ele saber os nomes, era mais fácil para ele do que para a maioria das pessoas, quando as eleições se aproximavam, aprender e memorizar quais disputas seriam mais acirradas e o caminho que elas tomariam. Bem antes que algumas pessoas, tal como o analista político Charles Cook, refinassem a sua estrutura analítica, meu pai já tinha as prévias classificadas em grupos por região e pela posição de cada um dos partidos, a probabilidade dos resultados, a competitividade de cada cargo político e suas variações.

Na noite das eleições, ele se concentrava nas disputas mais acirradas por alguns cargos políticos, em especial naquelas cujo resultado era imprevisível. Quando chegava a fase de apurações, ele adorava ficar acordado até tarde, reunindo dados, anotando-os, avaliando seu significado

para o equilíbrio do poder no Congresso nos dois anos seguintes e seus efeitos sobre o presidente e a política americana em geral. Ele podia não saber muito bem quais seriam os efeitos do resultado dessas disputas, e nem era essa a sua pretensão; ele só queria saber quais eram as mais competitivas e as acompanhava detalhadamente. Apenas por saber que ele não era muito bom nisso, passei a me esforçar para realizar essa tarefa, simplesmente porque queria aprender algo que ele não soubesse fazer. Mais tarde em sua vida, ele se surpreendeu com o fato de que eu conseguisse prever os efeitos, já que para ele era inconcebível que alguém pudesse. Trata-se, no entanto, de um conjunto de habilidades bastante simples. A ironia é que, se alguém tivesse ensinado isso a ele anteriormente em sua carreira, ele seria capaz de fazê-lo muito bem, tenho certeza, muito melhor que eu. Entretanto, outra característica na sua vida foi o fato de ele não ter aprendido qualquer técnica antes dos 50 anos, ele provavelmente jamais aprenderia depois. Muitas coisas já estavam acontecendo em sua vida naquele momento, justamente quando surgiu o livro *Ações comuns, lucros extraordinários*.

A publicação do livro se uniu a outras qualidades pessoais não muito usuais. Notem sua dedicatória no livro *Ações comuns, lucros extraordinários*. Ele diz: "Este livro é dedicado a todos os pequenos e grandes investidores que **NÃO** aderem à filosofia contida na afirmação: 'Já decidi o que fazer, não me confunda com fatos novos'". Se eu bem o conhecia, em qualquer outro setor que não fosse o de investimentos, ele não queria ser confundido com os fatos porque não desejava ter sua vida modificada, já que ele era, acima de tudo, uma pessoa de hábitos consolidados. Tudo deveria permanecer da mesma maneira. Não era possível substituir qualquer coisa por uma versão nova e aprimorada. O fato de ele ter demolido sua casa e a reconstruído foi

milagroso. Ele não gostava de coisas que pudessem levá-lo a mudanças. Isso incluía tudo, desde o seu jardim até os seus carros, suas roupas, sua mobília, seus amigos; o que quer que fosse, ele simplesmente não queria mudar. Quando trabalhei para ele por um breve período, eu na verdade não o conhecia bem em um contexto profissional, mas pude notar que seu escritório era antiquado. Passei, então, a introduzir pequenas melhorias.

Em 1972, ele ainda utilizava três telefones de discagem manual sobre a mesa de trabalho – e tinha dificuldade para ouvir. Portanto, quando ele falava em uma linha e a outra tocava, ele não tinha ideia de qual delas estava tocando e frequentemente atendia a linha errada, desligando-a rapidamente e atendendo a terceira. Eu instalei um aparelho simultâneo digital, de linhas múltiplas e luzes indicativas. Levou meses para que ele superasse o ressentimento contra mim. Eu interferia em seu mundo e ele não encarava a mudança como uma melhoria nas suas condições de trabalho. Entretanto, ele entendeu a importância disso nos negócios e em prol dos negócios ele aceitava mudanças. Por fim, ele acabou se acostumando com o novo sistema, sua utilização se transformou em um novo hábito e ele esqueceu o ressentimento. Mas quando eu tinha 14 anos gastei todo o dinheiro que havia economizado, do meu trabalho em período parcial, comprando-lhe uma jaqueta para que ele a usasse no campo quando viajássemos em família e ele nunca a vestiu, preferindo, acredite se quiser, um velho casaco esporte que ele tinha havia séculos. Enfim, ele detestava mudanças.

Ele tinha em seu escritório uma velha máquina de calcular manual, que provavelmente tinha sido utilizada antes pelo Tiranosauro Rex. Quando o vi, pela primeira vez, lidando com aquela coisa, pensei que a mesa fosse implodir ou que ele poderia abrir o pulso. A uma pequena

distância da minha mesa, atualmente, ainda tenho uma coleção de lembranças que guardo dele.

Um item do seu escritório se tornou notícia em 20 de outubro de 1961 no *Wall Street Journal*: a primeira calculadora com quatro funções. Naquela época ela não tinha esse nome. Era chamada de computador de bolso e utilizava circuitos integrados (Jack Kilby da Texas Instruments foi coinventor do circuito integrado na década de 1950, façanha que lhe deu o Prêmio Nobel), que eram chamados naquela época de “rede semicondutora de circuitos sólidos”. As calculadoras haviam sido criadas para o programa espacial, pesavam cerca de 300g e custavam US\$ 29,35 cada uma. Meu pai tinha sido um dos primeiros investidores públicos da Texas Instruments, conforme descrito em sua monografia; e, quando cheguei, ele já se dedicava intensamente a essa companhia. Então, em 1973, eu consegui para ele uma calculadora comercial de última geração e aposentei sua velha máquina manual. Pensei que ele fosse gostar, pois ela era da Texas Instruments e bastante superior à sua máquina de somar antiga, e ele poderia, ainda, fazer muitas coisas que antes não eram possíveis. No entanto, ele não gostou nem um pouco, pois o episódio envolvia mudanças e ele demorou mais de um ano para se adaptar àquela mudança de hábito. Por fim, ele acabou se acostumando à nova máquina e parecia ter sempre a utilizado. Ele vendeu suas ações da Texas Instruments nos anos 1980, mas continuou a utilizar calculadoras velhas e ultrapassadas da Texas pelo resto de sua vida profissional porque odiava mudanças.

Por opção própria, meu pai teve apenas cinco amigos durante toda a vida – David Samuels (seu primo mais jovem), Ed Heller, Frank Sloss, Louis Langfeld e John Herschfelder –, todos desde cedo. Com apenas um deles não tinha nenhum tipo de ligação familiar. Apesar de todos esses amigos estarem próximos, meu pai raramente os via na maturidade. Ele

manteve a amizade com David por toda a vida e telefonava para ele regularmente, embora o visse apenas umas duas vezes ao ano.

Ed Heller era meia geração mais velho. Bem-sucedido e rico antes da época de meu pai, tornou-se uma espécie de mentor principal dele desde cedo. Eles se conheceram quando Ed casou-se com uma prima. Heller era um investidor de sucesso no mercado de ações, um homem de negócios, em termos gerais, um capitalista empreendedor. Pode ter sido o homem que meu pai mais admirou até o início dos anos 1950. Depois, meu pai concluiu que ele era um mulherengo e rompeu relações. Heller morreu logo em seguida.

Frank Sloss dividiu os aposentos com meu pai em Stanford, e eles se tornaram grandes amigos desde então; Frank se casou com uma prima de meu pai, o que os aproximou ainda mais, até que Frank faleceu na década de 1980. Frank era o que chamamos, hoje em dia, de advogado de direito imobiliário e realizou quase todo o trabalho jurídico de meu pai não relacionado a títulos mobiliários, até o dia da sua morte; e, dessa forma, eles conversavam frequentemente. Entretanto, eles se viam pouco em outras ocasiões.

Louis Langfeld era um parente distante, que foi cliente de meu pai durante muitos anos, e com quem geralmente ia de trem para São Francisco. Eu o via muito mais do que os seus outros amigos porque ele morava perto de nós e costumava buscar meu pai para que eles pudessem tomar o trem juntos. Louis morreu nos anos 1950; seu filho deliberadamente se recusou a pagar os honorários finais e meu pai o processou e ganhou a causa. Frio, rígido e extremamente solitário. Com relação ao filho de seu amigo, ele também já faleceu.

O amigo mais duradouro de meu pai? John Herschfelder, um engenheiro, que era próximo de meu pai desde a infância. No entanto,

depois de adulto, ele somente via ou falava com Johnny cerca de uma vez a cada quatro anos. Meu pai não suportava a mulher dele, ela o tirava do sério. Mesmo assim, quando Johnny estava no hospital, morrendo, papai o visitava regularmente, ficando ao seu lado. Johnny era importante para meu pai. Entretanto, em sua vida, ele não conseguia encontrar maneiras de estar com seu amigo, pois era um solitário. Impassível. Sozinho – com exceção de minha mãe. Ele simplesmente não gostava muito das pessoas. A maioria das pessoas gosta de ficar entre amigos, apenas por ficar e compartilhar da sua companhia, por mero prazer. Meu pai não gostava.

Ele gostava de ficar só, ou em companhia de minha mãe – e na maior parte do tempo que ele passava com ela eles ficavam separados: ela na sala íntima da família e ele na sala de estar. Assim era ele. Porém, ele ficava extremamente angustiado caso se separasse dela quando não estava no trabalho ou no jardim. Outras pessoas? Ele não gostava muito de estar com outras pessoas. Ele gostava de mim, mas se eu ficasse perto dele por muito tempo isso o incomodava. Até mesmo o Arthur, e ele gostava do Arthur mais do que ninguém, com exceção da minha mãe. Ele se importava menos com meu irmão Donald do que comigo, e isso incomodava o Donald. Ele se importava mais com o Arthur do que comigo, e isso incomodava o Arthur. Mas o fato é que meu pai era simplesmente um homem solitário. Sem levar em conta com quem ele interagia, tudo era uma questão de níveis relativos de solidão.

Quando Arthur e, posteriormente, eu fomos trabalhar com ele, no começo da década de 1970, acho que quase o levamos à loucura. Papai vinha trabalhando sozinho por toda a sua vida, e estar conosco o tempo todo era demais para ele. Vendo que ele estava descontente, que eu ainda não tinha entendido realmente como ele era, conforme já comentei

antes, e percebendo que não havia uma oportunidade profissional com ele, já que ele não conseguia delegar atribuições, resolvi imediatamente me distanciar um pouco, para o nosso próprio bem. Eu abandonei minhas atividades com ele e comecei a trabalhar por conta própria em um ano. Entretanto, permaneci no mesmo edifício. Eu tinha uma habilidade incomum para não me aborrecer demais com as esquisitices de meu pai e para me distanciar dele, embora continuasse perto o suficiente. Arthur já não conseguia fazer isso. Havia um componente emocional muito forte envolvido. Arthur não é tão forte emocionalmente como eu, nunca foi, não sei bem por quê. Sempre achei que meus dois irmãos levavam papai muito a sério e, conseqüentemente, não conseguiam lidar com ele tão bem como eu. Por fim, o temperamento de meu pai teve um impacto tão grande sobre Arthur que ele abandonou completamente o trabalho em 1977 e mudou-se para Seattle, ingressando na vida acadêmica. Meu pai não queria mesmo ficar perto de outras pessoas.

Ele era econômico demais às vezes. Quando eu era jovem e íamos a algum lugar em virtude do nosso trabalho, eu tinha de dividir o quarto do hotel com ele. Chegamos a fazê-lo mesmo quando eu já podia arcar com os gastos do meu próprio quarto, pois ele não me deixava “desperdiçar” dinheiro. Por volta dos meus 30 anos, eu já não conseguia fazer isso. Entretanto, certa noite, no início dos anos 1970, estávamos juntos em Monterey, numa das primeiras conferências sobre ações voltadas para a tecnologia – na época, conhecida como “Conferência de Monterey” – organizadas pela Associação Americana de Eletrônica⁴ e meu pai mostrou outra qualidade que nunca esqueci. A conferência anunciou um concurso durante o jantar. Havia um cartão em cada lugar da mesa e cada pessoa

⁴ American Electronics Association.

deveria escrever aquilo que achava que aconteceria com os índices da Dow Jones no dia seguinte, o que é, na verdade, um exercício tolo. Os cartões foram recolhidos. A pessoa que chegasse mais perto das variações da Dow daquele dia ganharia uma pequena TV em cores (que era a última novidade naquela época). O vencedor seria anunciado na hora do almoço do dia seguinte, logo após o mercado ter fechado, às 13 horas (horário do Pacífico).

A maioria das pessoas, pelo que parecia, fez o que eu tinha feito: colocaram um índice pequeno, em torno de 5,57 pontos. Eu fiz isso pressupondo que o mercado não faria nada especialmente extraordinário, porque na maioria das vezes ele não fazia. Naqueles dias, a cotação da Dow estava em torno de 900, portanto 5 pontos não eram número exorbitante nem um número pequeno demais.

Naquela noite, de volta ao quarto do hotel, perguntei ao meu pai o que ele havia colocado e ele respondeu: "Acima de 30 pontos", o que correspondia a mais de 3%. Eu lhe perguntei por que e ele disse que não fazia a menor ideia com relação ao que o mercado faria; e, se você o conhecesse, saberia que ele nunca tinha uma visão específica sobre os resultados do mercado numa data em especial. Entretanto, ele disse que, se colocasse um número baixo como o meu e vencesse, as pessoas pensariam que ele tinha tido apenas sorte; que vencer com 5,57 pontos significaria vencer daquele que tivesse colocado 5,50, ou perder de alguém que tivesse colocado 6 pontos. Isso seria considerado, claramente, pura sorte. Porém, se ele vencesse optando por um número acima de 30 pontos, as pessoas achariam que ele realmente sabia algo sobre o mercado e que a sua suposição não se baseava puramente na sorte. Se ele perdesse, o que era provável, e o que ele esperava, ninguém saberia qual número ele havia colocado e isso não lhe oneraria em nada. O fato é que, no dia

seguinte, a Dow atingiu acima de 26 pontos, e meu pai venceu a disputa por uma diferença de 10 pontos.

Quando foi anunciado, no almoço, que Phil Fisher havia ganhado, e o número altíssimo que ele havia escolhido, houve interjeições de surpresa em meio às centenas de pessoas. Houve também, naturalmente, as notícias do dia, que tentaram explicar a variação. Pelo resto da conferência, meu pai prontamente explicou às pessoas a lógica pela qual ele havia previsto aquele valor, o que era pura ficção, e o porquê de o mercado ter feito o que fez, novamente pura ficção, e nada mais. Porém, eu ouvi com bastante atenção, e todos a quem ele contou tudo aquilo caíram na conversa dele sem titubear. Embora ele fosse socialmente inábil e inseguro em público, percebi naquele dia que meu pai era um *show-man* melhor do que eu jamais havia imaginado. Além de tudo, ele não quis a pequena TV porque não desejava mudanças em sua vida pessoal. Ele me deu o aparelho, que levei para casa e dei à minha mãe, que fez uso dele por muito tempo.

AS TRÊS ATIVIDADES PREFERIDAS DE MEU PAI

O QUE MAIS O MEU PAI GOSTAVA DE FAZER? Três coisas: caminhar, preocupar-se e trabalhar. Ele adorava essas atividades. Eu nunca o vi relaxar como a maioria das pessoas faz, acho que pelo fato de ele gostar tanto de se preocupar. Por baixo da sua aparência, havia um tipo de energia ondulante e interminável que ele gostava de canalizar por meio da preocupação. Ele se preocupava com qualquer coisa. Tal atitude o fazia se sentir seguro de alguma maneira. Era como se ele acreditasse, de algum modo, que ao se preocupar em demasia poderia evitar todos os riscos e nada de mal lhe aconteceria. Ele se preocupava com as mesmas coisas de forma repetitiva.

Em razão do excesso de preocupação por parte dele, e por eu ser um tanto rebelde, eu jamais me preocupei em excesso. Esse fato o incomodava. Eu sempre fui inclinado a apenas refletir profundamente sobre qualquer questão até poder tomar uma decisão acertada. Quando chego à conclusão de que estou errado, procuro modificar alguma coisa. Isso acabava irritando-o. Meu pai me dizia para ser mais temeroso e cauteloso, mesmo que fosse esporadicamente. Ele achava que ser temeroso era uma grande virtude. Quanto a mim, eu simplesmente não podia viver dessa forma, embora ele desejasse isso para mim e para si próprio.

No jardim, meu pai podia se sentar e se preocupar com tudo o que ele quisesse, e assim ele se sentia melhor. Tal costume pode muito bem ter contribuído para o fato de ele ter cometido menos erros nos investimentos do que a maioria dos investidores. Ele se preocupava com tudo até o limite máximo. Talvez ele tenha reduzido os riscos agindo assim. Entretanto, isso também pode ter contribuído para que ele não tenha enriquecido tanto. Ele não gostava de assumir riscos em assuntos sobre os quais ele não podia desconsiderar os erros. Dessa forma, ele nunca foi uma pessoa que se arriscava, e aqueles que ficam verdadeiramente ricos sempre assumem riscos calculados numa proporção bem maior do que ele costumava fazer.

E quanto a caminhar? Quando meu pai caminhava, seu corpo exalava aquela energia excessiva e ondulante, e era quando ele conseguia relaxar ao máximo. Ele dava longos passeios, na cidade ou no campo, para se acalmar. Ele conseguia até mesmo conversar enquanto caminhava e continuar calmo. Ele iniciava cada dia de trabalho caminhando de casa para a estação de trem e vice-versa, e encerrava o dia dessa maneira também. Se ele não estivesse caminhando depressa, então não era válido. Quando Arthur e eu costumávamos pegar o trem e caminhar com ele

para a cidade e depois de volta para casa, nós acabávamos transpirando muito e nos sentíamos desconfortáveis e cansados. Meu pai nunca transpirava. Ele gostava do calor. Era caminhando que ele era capaz de dizer o que pensava de uma maneira que jamais faria em outra situação. Depois que eu mudei o meu escritório para San Mateo, no final de sua carreira, ele caminhava de casa para o trabalho e dizia que aquele era o maior momento de paz interior que ele jamais havia vivenciado em toda a sua vida adulta, simplesmente caminhando pelos jardins residenciais de San Mateo, observando as suas belas flores. Dono de uma resistência surpreendente para as caminhadas, tinha um corpo impressionante. Vigoroso. Ele podia caminhar eternamente sobre pernas que não desistiriam nunca, em hipótese alguma, não importava a distância ou o grau de dificuldade. Ele adorava isso.

Eu moro e trabalho no alto de uma montanha, a dois mil pés de altitude, com vista para o oceano Pacífico. Moro naquele local há trinta anos e tenho um rancho muito bonito no alto dessa montanha, bem próximo dali, que é a única propriedade privada em cinco mil acres de área de preservação. Certa vez, quando meu pai tinha 80 anos, meu irmão Donald havia acabado de chegar do Oregon. Meu pai, Donald, meu filho Nathan, que na época tinha 12 anos, e eu deixamos o resto da família no rancho e descemos a montanha, na direção do Pacífico, passando pelas árvores e pelas trilhas, seguindo para o coração da região do Purisima Canyon.

Meu pai assobiava e conversava conosco como se fosse um menino. Sem preocupações. Caminhando. Caminhar afastava suas preocupações. Quase toda a minha vida, tenho sido um homem das montanhas naquele local, e conheço a região excepcionalmente bem, além de minhas pernas estarem acostumadas a superfícies íngremes pelo fato de eu viver ali. A cada bifurcação da trilha, eu dizia a ele qual era o caminho mais curto,

menos cansativo e mais rápido para voltarmos, e qual seria o mais longo, distante e íngreme, perguntando sempre que caminho ele desejava seguir. Todas as vezes, ele escolhia o mais difícil e mais longo.

Nós nos deslocamos cerca de quatro quilômetros, em altitude, e caminhamos oito quilômetros até o ponto em que tivemos de retornar. Eu fiquei um pouco preocupado. Tinha comigo um pai de 80 anos e um irmão obeso e fora de forma, que não tinha um sistema cardiovascular dos melhores. Don estava estudando para se tornar enfermeiro naquela época. Respirando ofegante e com dificuldade, Don tomava a própria pulsação regularmente. Meu pai olhava, de tempos em tempos, montanha abaixo e perguntava a Don se ele queria que esperássemos por ele ou que diminuíssemos o passo. Don frequentemente tinha de parar para descansar. Quando parávamos, e meu pai portanto não estava caminhando, ele começava a se preocupar. Ele podia não estar preocupado com nada e de repente surgia uma preocupação enorme.

Naquele momento, ele passou a se preocupar com minha mãe, achando que ela poderia pensar que estávamos perdidos ou feridos no mato, pois estávamos demorando a retornar. Portanto, ele lembrava a Don, repetidamente, que deveríamos continuar porque nossa mãe estaria preocupada. O pobre Don cambaleava, sem fôlego, sempre tomando a pulsação. Nathan subia as montanhas, ligeiramente, como um animal em fuga. Conforme o sol se punha, meu pai se apressava ainda mais e nos forçava a acompanhar o seu passo. É claro que minha mãe não estava preocupada. Ela não era o tipo de pessoa que se preocupava facilmente. Naquela noite, Don dormiu na casa deles. Ele me disse, no dia seguinte, que suas pernas doíam tanto que ele mal podia se levantar da cama, enquanto meu pai o servia, sempre se preocupando o tempo todo. Enfim, era disto que ele gostava: caminhar, preocupar-se e trabalhar.

Um dos melhores momentos que passei com meu pai aconteceu por acaso. Eu tinha 14 anos. A família – minha mãe, meu pai, Donald e eu – estava passando férias de verão num rancho no Wyoming. Arthur já tinha saído de casa naquela ocasião. Meu pai e eu caminhávamos diariamente. Donald não gostava muito de ir conosco. Eu era maluco pela vida selvagem naquela época; adorava animais de todas as espécies.

Um dia, nós estávamos numa caminhada procurando antílopes. Enquanto meu pai caminhava e conversava, eu procurava esses animais. Estávamos bem distantes do carro, talvez uns seis quilômetros, numa grande planície, uma extensa chapada. Algumas nuvens começaram a cobrir o céu, então iniciamos a caminhada de volta para o carro. As nuvens escureceram muito rápido e de forma assustadora. Do nada, começou a esfriar, raios e trovões toavam no céu e começou a chover granizo – grandes pedras de granizo começaram a cair sobre nós. Enquanto corríamos para o carro, os relâmpagos ficavam cada vez mais fortes. Deveríamos ter ficado rente ao chão, mas eu era jovem e inexperienced e ele tampouco sabia o que fazer, e nós continuamos a correr. Os raios atingiam o solo a dez ou 25 pés de distância, sem parar, e estávamos aterrorizados. O granizo atingia a cabeça de meu pai e ele tentava protegê-la enquanto corria. Eu era adolescente e relativamente atlético. Ele tinha 59 anos e conseguia me acompanhar perfeitamente, sempre correndo sem qualquer dificuldade, por ter pernas que jamais desistiam. Finalmente, conseguimos chegar ao carro e entramos às pressas. Os raios continuavam à nossa volta, mas estávamos enfim salvos. Eu nunca vi meu pai rir tanto de uma situação. Como ele tinha corrido muito, pôde ficar sem se preocupar por cerca de uma hora.

No começo dos anos 1980, meu pai teve algumas experiências desagradáveis caminhando da estação de trem de São Francisco para o seu

escritório e vice-versa. Certa vez, sem olhar por onde ia, bateu a cabeça em um poste. Outra vez, desmaiou. Outra, ainda, foi abordado por um aspirante a assaltante. Por esse motivo, minha mãe e eu o convencemos a seguir os meus passos e mudar seu escritório para a península, algo que eu tinha feito em 1977. Eu providenciei a mudança e fixei seu escritório em San Mateo, num pequeno edifício comercial na rua Cinco com a El Camino Real. Ele continuou a caminhar de casa para o trabalho todos os dias e adorava isso. Havia apenas jardins. Nada de assaltantes. Somente alguns semáforos e alguns taxistas malucos para enfrentar. Flores belíssimas e nenhuma preocupação.

Conforme mencionado antes, mais tarde em sua vida, meu pai começou a sofrer pequenas quedas no jardim de casa aos domingos. Eram os primeiros sintomas de demência senil, embora ninguém tivesse percebido o fato naquela época. Retrocedendo, posso ver que havia outros sinais da doença, então. Mas eu não sabia nada sobre sintomas de demência e não pude reconhecê-los. Meu avô provavelmente sofria de Alzheimer também, mas antigamente não havia sequer um nome para a doença. A evolução precoce da doença é geralmente muito difícil de detectar e praticamente impossível, quando a pessoa não busca ajuda, o que nós acabamos não fazendo no caso de meu pai. De qualquer maneira, mesmo que tivéssemos percebido, o velho teimoso e cabeça-dura não teria nos dado ouvidos, pois sempre foi extremamente independente e obstinado.

Um dos seus ex-alunos de Stanford, Tony Spare, que passou a administrar as operações financeiras do Banco da Califórnia e depois abriu o próprio e bem-sucedido escritório de gerenciamento financeiro, por muito tempo reverenciou meu pai. Em 5 de novembro de 1998, Tony estava tendo um seminário com clientes em São Francisco e pediu ao meu pai para apresentar uma palestra na hora do jantar. Meu pai deixou

seu escritório em San Mateo no final da tarde para caminhar até a estação e ir de trem para a cidade, onde ele poderia tomar um táxi no centro até o evento. Tony o levaria para casa naquela noite. A caminhada foi acompanhada da leve garoa da tarde. Quando meu pai passava pelo centro de San Mateo, ele viu que o semáforo à sua frente começou a mudar do verde para o amarelo e correu para atravessar a rua — algo que ele sempre fez durante toda a sua vida. Ele escorregou e caiu no meio-fio, quebrando o quadril direito. A recuperação correu relativamente bem; no entanto, a partir daquele trauma, os sintomas de demência desencadearam como uma inundação diante do rompimento de uma comporta de água.

Meu pai se recuperou fisicamente, porém sua memória e seu raciocínio lógico começaram a piorar. Embora eu tenha ficado feliz quanto à rapidez da recuperação de sua queda, como acontece geralmente com as pessoas idosas que sofrem alguma fratura, em 15 de janeiro de 1999, ele contraiu pneumonia, o que o deixou bastante debilitado e quase o matou. Em 19 de janeiro, ele estava na terapia intensiva, e nós esperávamos a sua morte na manhã seguinte. Minha mãe estava bastante transtornada. Arthur veio logo de Seattle e passou a noite com ele. Por volta das 3 horas da madrugada, o velho teimoso e durão começou a se recuperar, saindo do coma e reagindo rapidamente. Às 5 horas da manhã, Arthur me chamou para voltar ao hospital. Às 8 horas, eu chamei minha mãe, que já estava chorando a sua morte, dizendo a ela para se encontrar comigo, pois ela ia falar novamente com o seu marido, que estava consciente e lúcido, embora ainda estivesse no respirador.

Contratei um grupo de enfermeiras por tempo integral e as coloquei dentro do hospital, sob a supervisão do meu médico particular, para acompanhar o meu pai enquanto ele saía da terapia intensiva. Os hospitais fazem o melhor que podem por seus pacientes idosos, mas seu

cuidado com as pessoas nessas condições é, na verdade, totalmente inadequado; e não há muito que eles possam fazer a esse respeito, em decorrência da forma como funcionam. Entretanto, a família tinha certeza de que eles fariam o melhor possível. Esse hospital nunca havia permitido antes que alguém trouxesse uma equipe externa de profissionais; no entanto, foram muito gentis comigo quando fiz essa solicitação, proporcionando-nos mais liberdade do que eu esperava ou podia merecer. O fato é que meu pai necessitava disso. Ele já tinha estado em contato com a morte por duas vezes antes, finalmente se restabelecendo e, inclusive, precisando de um imediato procedimento emergencial de retirada de água dos seus pulmões por meio de drenagem. A água havia enchido os seus pulmões quase que instantaneamente. Sem o nosso dedicado grupo de profissionais de medicina para sanar o problema com rapidez, ele não teria sobrevivido. Contudo, todo esse trauma abalou o seu corpo e a sua mente.

Toda a crise e diversos pequenos derrames foram também fatores desencadeantes da demência com resultados desastrosos. Mesmo assim, a forte resistência física desse velho homem fez com que ele se recuperasse o suficiente para caminhar diversos quilômetros por dia e conversar relativamente bem, ainda que não pudesse se lembrar de muitas coisas. Entretanto, até aquele momento, ele já havia esquecido grande parte de tudo o que havia acontecido depois de 1968. Gradativamente, conforme a demência evoluía, suas lembranças ficavam cada vez mais antigas e relacionadas a eventos cada vez mais remotos. Ele, atualmente, encontra-se num estágio em que se lembra de muito pouca coisa e reconhece bem poucas pessoas, algo típico da demência avançada. O processo caracteriza um declínio vagaroso e irregular que pareceu incrivelmente veloz para todos nós, conforme se comprovava num período de alguns

poucos meses. As únicas pessoas que ele sempre reconhece, atualmente, são minha mãe e eu. Fiquei chocado quando ele não reconheceu o Arthur pela primeira vez – seu filho preferido que ele às vezes reconhece e outras vezes, não. Ele se lembra de mim porque me vê com mais frequência e há mais tempo.

Em casa, com assistência domiciliar 24 horas por dia, ele está preso a uma cama, impossibilitado de andar, e sentindo falta daquelas que foram suas atividades preferidas durante toda a vida: caminhar, preocupar-se e trabalhar. Eu tomo conta de quase tudo referente a cuidados médicos, financeiros e o que mais for preciso para ele e para a minha mãe. Enquanto minha mãe ainda está em boas condições de saúde, meu pai não é mais o homem que eu conheci. Absolutamente. O homem que eu conheci há muito se foi.

Atualmente, minha mãe dedica a ele um tempo infundável e, ao mesmo tempo, luta sob esse encargo. Apesar do excelente trabalho dos profissionais de saúde, ela nunca acha que o cuidado é suficiente e interfere com frequência nas atividades, o que por fim a leva à exaustão. Ele, por sua vez, quando ela não está presente, chama sempre por ela, o que causa grande *stress* a todos nós. Não sei dizer se será uma maldição ou uma bênção para ela quando ele finalmente falecer. É impossível dizer. A única coisa que posso afirmar com certeza é que envelhecer, definitivamente, não é para os fracos.

Eles tiveram onze netos e quatro bisnetos. A primeira neta, a filha mais velha de Donald, tem o nome da minha tia: a tia Cary. O segundo é o filho mais velho de Arthur, que tem o nome de meu pai, Philip A. Fisher. Eles são os únicos que têm nomes de parentes. Meu pai sempre se ressentiu de que nenhum dos seus netos recebeu o nome de minha mãe, mas ela nunca se importou. Não é do feitio dela se preocupar com coisas

desse tipo. Pelo fato de meu pai ter tido filhos tardiamente, ele era muito próximo dos seus netos mais velhos. Minha mãe, sendo a mais nova da família dela, era naturalmente mais ligada aos seus netos mais novos. Dois dos bisnetos, meus pais mal conhecem. Os outros dois, eles jamais conheceram. Todos moram longe demais. Poucos dos netos têm uma noção real do homem que eu conheci. Eles nunca viram o espelho.

O SIGNIFICADO – A IMAGEM NO ESPELHO

MEU PAI É UM GRANDE HOMEM que influenciou muitas pessoas, grandes e pequenas, desde líderes empresariais nacionais a alunos e alunos de seus alunos que se dedicaram a outras áreas. Ele tinha a habilidade de fazer as pessoas enxergar coisas que elas não enxergariam de outra maneira – não dizendo isso a elas diretamente, mas, de alguma forma, fazendo-as refletir de um modo que elas jamais imaginariam se não tivessem tido uma interação com ele. Às vezes, era como se ele fosse um espelho na frente da nossa mente.

Não sei dizer quantas pessoas, em todas essas décadas, afirmaram tê-lo encontrado rapidamente e apenas uma vez. O que ele lhes disse, porém, fez com que elas comessem a refletir e abrissem o seu próprio negócio. Foi ideia delas, naturalmente, mas essas pessoas de algum modo atribuíam a ele a sua criação. Ele fazia brotar essa qualidade nas pessoas. De alguma forma, ele fazia com que pensassem sobre coisas que talvez elas já tivessem pensado a respeito, mas com certeza acreditavam ter vindo à tona em virtude das interações com ele. Eu me lembro claramente de algumas dessas pessoas e, que eu saiba, meu pai não chegou a dizer-lhes as coisas que elas pensavam que ele havia dito. Entretanto, de algum modo, elas ouviram as palavras certas e é isso o que importa. O

mesmo pode se dizer dos seus livros, o que pode ser confirmado pelos seus leitores. Muitos investidores têm me contado, ao longo desses anos todos, o que eles fizeram em virtude de alguma coisa que leram em *Ações comuns*, *lucros extraordinários* ou em *Investidores conservadores dormem tranquilos*. É claro que isso não é verdade. Eles conseguiram os seus feitos em virtude de algo de dentro deles, no seu pensamento, embora acreditem ter sido inspirados por algo que leram nesses livros. Os livros são bons. As inspirações, ainda melhores.

E isso é ótimo. Se o leitor, ao ler os livros de meu pai, puder sentir as ideias surgindo, mesmo que ele não as tenha mencionado, e se sentir motivado por elas, tanto melhor. Eis mais uma razão para a releitura de seus livros. De alguma forma, meu pai foi como um espelho para muitas pessoas: ele permitiu que elas se enxergassem de uma maneira que não acreditavam ser possível sem a sua ajuda. Hoje, 45 anos depois da primeira edição de *Ações comuns*, *lucros extraordinários*, meu pai nunca mais terá, diretamente, aquele impacto sobre alguém novamente. Seus livros, entretanto, continuam tendo. Se você nunca os leu, espero que aprecie. Se você já os leu antes, dou-lhe boas-vindas mais uma vez. Com a resposta que seus livros têm recebido nos últimos 45 anos, fica bem claro que eles permanecerão pelo resto de nossas vidas e provavelmente muito além disso, tal como a lembrança dele viverá para mim.

• KENNETH L. FISHER
Outubro de 2002

SUMÁRIO

	PREFÁCIO	53
1	LIÇÕES DO PASSADO	57
2	O QUE O MÉTODO “SCUTTLEBUTT” (OCL) PODE FAZER	71
3	O QUE COMPRAR: 15 questões para verificar no mercado de ações	75
4	O QUE COMPRAR: Aplicando os princípios às suas próprias necessidades	123
5	QUANDO COMPRAR	139
6	QUANDO VENDER E QUANDO NÃO VENDER	165
7	A TURBULÊNCIA DOS DIVIDENDOS	179
8	CINCO NEGATIVAS PARA OS INVESTIDORES	193
9	OUTRAS CINCO NEGATIVAS PARA OS INVESTIDORES	211
10	COMO ENCONTRAR AÇÕES EM FASE DE VALORIZAÇÃO . . .	253
	RESUMO E CONCLUSÃO	269

PREFÁCIO*

A PUBLICAÇÃO DE UM NOVO LIVRO NO CAMPO dos investimentos torna necessárias algumas explicações de seu autor. As observações a seguir terão de ser, portanto, de alguma forma pessoais, a fim de fornecer uma explanação adequada à minha ousadia de oferecer mais um livro sobre o assunto ao público investidor.

Após um ano na então recém-criada Escola de Administração da Universidade de Stanford, entrei para o mundo dos negócios em maio de 1928. Comecei a trabalhar e, vinte meses mais tarde, tornei-me diretor do departamento de estatística de uma das principais unidades do atual Crocker-Anglo National Bank da cidade de São Francisco. Segundo a nomenclatura atual, eu seria chamado de analista de investimentos.

Eu ocupava um lugar privilegiado na incrível orgia financeira que culminou no outono de 1929, bem como no período de adversidade que se seguiu. Minhas observações me levavam a acreditar que havia uma oportunidade magnífica na Costa Oeste para uma empresa especializada em consultoria de investimentos, que se tornaria uma antítese direta das descrições antigas e pouco lisonjeiras de certos corretores da bolsa de valores – homens que sabem o preço de tudo e o valor de nada.

Em 1º de março de 1931, fundei a Fisher & Co., então uma empresa de consultoria de investimentos que prestava serviços ao público em

* Este prefácio foi publicado na primeira edição desta obra, em 1958. A presente tradução baseia-se na segunda edição do livro, revisada pelo autor e publicada em 1960. (N. do E.)

geral, embora com seus interesses centralizados amplamente em torno de algumas poucas empresas em crescimento. Essa atividade prosperou. Então, veio a Segunda Guerra Mundial. Por três anos e meio, enquanto eu estava envolvido em diversas tarefas de gabinete para a Aeronáutica, passei parte do meu tempo livre revendo as decisões de investimento bem-sucedidas e, mais especificamente, as decisões mal sucedidas que tomara e havia visto outras pessoas tomarem durante os dez anos precedentes. Comecei a ver determinados princípios de investimento emergirem dessa revisão, os quais eram diferentes de alguns comumente aceitos como cartilha na comunidade financeira.

Quando retornei à vida civil, decidi colocar esses princípios em prática em um ambiente de negócios pouco conturbado, afastando questões paralelas e de pouca importância o máximo possível. Em vez de prestar serviços ao público em geral, a Fisher & Co., por mais de onze anos, nunca atendeu mais que uma dúzia de clientes ao mesmo tempo. A maioria dos clientes foi basicamente a mesma durante esse período. Em vez de dar preferência à valorização do capital, toda a atividade da Fisher & Co. foi centralizada nesse único objetivo. Tenho consciência de que esses últimos onze anos foram um período de alta geral nos preços das ações, durante o qual todos aqueles que se envolveram nessas atividades devem ter obtido bons lucros. Não obstante, de acordo com o grau em que esses fundos consistentemente progrediram, a partir dos índices gerais reconhecidos pelo mercado como um todo, creio que seguir esses princípios justificou-se ainda mais no decorrer do período pós-guerra do que nos dez anos antecedentes, quando eu apenas os aplicava parcialmente. Talvez seja ainda mais importante lembrar que eles não foram menos compensadores durante alguns desses anos, quando o mercado em geral estava estático e decadente,

em comparação ao período em que o mercado se encontrava em notória ascensão.

Ao estudar os registros de investimentos, tanto os meus como os de outras pessoas, duas questões representaram influências significativas para que este livro fosse escrito. Uma delas, que menciono diversas vezes no decorrer do texto, é a necessidade de ser paciente para que se possam obter altos rendimentos a partir de investimento. Deixe-me colocar de outra forma: é geralmente mais fácil dizer o que vai acontecer com o preço de uma ação no mercado do que quanto tempo vai levar para que isso aconteça. A outra questão é a natureza inerentemente enganosa do mercado de ações. Fazer o que todos estão fazendo no momento e, portanto, o que você quase que irresistivelmente tem o ímpeto de fazer é, em geral, uma atitude absolutamente errada.

Por essas razões, com o passar dos anos me surpreendi explicando aos proprietários dos fundos que administro, em detalhes, os princípios por trás de uma ou outra atitude por mim tomada. Somente assim eles teriam entendimento suficiente do porquê eu estava adquirindo alguns títulos, para eles totalmente desconhecidos, de tal forma que não houvesse qualquer impulso de dispor deles antes de decorrido tempo bastante para que a compra se justificasse pelas cotações do mercado.

Gradualmente, surgiu o desejo de compilar esses princípios de investimento e dispor de um registro impresso que eu pudesse usar como referência. Isso resultou no primeiro prospecto para a organização deste livro. Posteriormente, comecei a pensar nas muitas pessoas, a maioria delas proprietárias de fundos bem menores do que aqueles pertencentes aos poucos indivíduos que atendo em meus negócios, que me procuram há mais de dez anos e me perguntam como elas, como pequenas investidoras, devem começar a seguir o rumo correto.

Pensei, também, nas dificuldades do grande número de pequenos investidores que absorveram, não intencionalmente, todo o tipo de ideias e noções de investimento que podem se tornar onerosas com o passar dos anos, provavelmente por nunca terem sido colocados diante do desafio de conceitos mais fundamentais. Por fim, pensei nos diversos debates que tive com outro grupo, também essencialmente interessado nessas questões, embora de um ponto de vista diferente. Essas pessoas são presidentes corporativos, vice-presidentes financeiros e tesoureiros de empresas públicas, muitos dos quais demonstram um profundo interesse em aprender o máximo possível sobre essas questões.

Concluí que havia a necessidade de um livro do gênero. Decidi que o livro teria uma apresentação informal, na qual eu me dirigiria a você, leitor, na primeira pessoa. Eu utilizaria grande parte da linguagem e muitos dos exemplos e analogias que costumo aplicar ao apresentar esses conceitos àqueles cujos fundos administro. Espero que minha franqueza e, muitas vezes, minha aspereza não lhe sejam ofensivas. Especialmente, espero que o leitor conclua que o mérito das ideias que aqui apresento possa compensar minhas falhas como escritor.

• PHILIP A. FISHER
San Mateo, Califórnia
Setembro de 1957

LIÇÕES DO PASSADO

VOCÊ POSSUI ALGUM DINHEIRO NO BANCO. Você decide investir em ações. Você pode ter tomado essa decisão por desejar obter um rendimento maior do que teria se utilizasse esse fundo de outra forma. Você pode ter tomado essa decisão por desejar crescer com o país. Provavelmente, você pensou em épocas passadas, quando Henry Ford inaugurou a Companhia Ford Motor, ou quando Andrew Mellon construiu a Aluminum Company of America (Alcoa), e se questiona se não poderia descobrir algum empreendimento novo que pudesse, hoje em dia, estabelecer uma base para uma grande fortuna pessoal para você também. Como é de costume, você deve estar mais temeroso que esperançoso e quer se resguardar para os dias de crise. Consequentemente, após ouvir falar cada vez mais sobre a inflação, seu desejo é realizar algo com segurança e protegido da posterior redução do poder de compra da moeda.

Provavelmente, seus reais motivos são uma mistura de vários fatores, influenciados de alguma maneira por um vizinho que ganhou algum dinheiro no mercado e, possivelmente, por algum folheto promocional na sua correspondência explicando por que investir na Midwestern Pumpernickel seria um bom negócio. Entretanto, um único motivo

fundamental se esconde por trás disso. Por uma ou outra razão, por meio de um ou outro método, você compra ações ordinárias com a finalidade de ganhar dinheiro.

Portanto, parece lógico que, antes mesmo de pensar em comprar ações, o primeiro passo seja observar quais foram as formas mais bem-sucedidas de ganhar dinheiro no passado. Até mesmo uma breve e casual olhadela na história do mercado de ações americano demonstrará que dois métodos bastante diferentes têm sido usados para acumular fortunas espetaculares. No século XIX e no começo do século XX, um bom número de grandes fortunas – e muitas pequenas fortunas também –, foi obtido principalmente apostando no ciclo de negócios. Num período em que um sistema bancário instável provocava surtos de prosperidade e decadência recorrentes, comprar ações nos maus tempos e vendê-las em tempos melhores constituía um elemento de grande valor. Esse fato era particularmente verdadeiro com aquelas pessoas que contavam com boas conexões financeiras e podiam prever quando o sistema bancário poderia se tornar um pouco sobrecarregado.

No entanto, o fato mais significativo a ser percebido é que até mesmo na era do mercado de ações, que começou a se extinguir com a chegada do Sistema da Receita Federal¹, em 1913, e se tornou história com a promulgação das leis de câmbio e de títulos de crédito, no início da administração de Roosevelt, aqueles que faziam uso de um método diferente ganharam muito mais dinheiro e se arriscaram bem menos. Mesmo nesses tempos remotos, encontrar as verdadeiras empresas de destaque e permanecer com elas durante os períodos de flutuação de um mercado cíclico, provou ser bem mais proveitoso para um

¹ Federal Reserve System.

grande número de pessoas do que a prática vibrante de comprar ações por um preço baixo e vendê-las por outro mais alto.

Se essa afirmação lhe parece surpreendente, uma explanação mais abrangente pode ser ainda mais. Ela pode, ainda, fornecer a chave para abrir a primeira porta para o investimento de sucesso. Enumeradas nas diversas bolsas de valores dos Estados Unidos, nos dias de hoje, não há poucas mas numerosas empresas nas quais teria sido possível investir, digamos, US\$ 10 mil, num período entre 25 e cinquenta anos atrás, e, hoje, ter nessa aquisição o equivalente a algo como US\$ 250 mil, ou diversas vezes esse valor. Em outras palavras, dentro do período de vida da maioria dos investidores e dentro do período no qual seus pais poderiam ter agido em prol de quase todos eles, havia uma série de oportunidades disponíveis para estabelecer a base para fortunas substanciais para si ou para seus filhos. Essas oportunidades não exigiam a compra num dia específico em meio a uma fase de grande pânico. As ações dessas empresas estavam disponíveis, ano após ano, por preços que deveriam possibilitar esse tipo de lucro. O que se exigia era habilidade para distinguir essas poucas empresas, que contavam com possibilidades de investimento consideráveis, daquelas bem mais numerosas, cujo futuro oscilava entre o sucesso moderado e o fracasso total.

Será que existem oportunidades, hoje, para fazermos investimentos de modo que pudéssemos obter ganhos percentuais correspondentes nos anos que se seguem? A resposta a essa pergunta merece uma atenção mais detalhada. Se ela for afirmativa, o caminho para obter lucros reais por meio do investimento em ações começa a ficar claro. Felizmente, há uma forte evidência indicando que as oportunidades, nos dias de hoje, não são apenas tão boas como aquelas do primeiro quarto do último século – são, na verdade, muito melhores.

Uma razão para tanto é a mudança que ocorreu, durante esse período, no conceito fundamental de gerenciamento corporativo e as mudanças correspondentes, ao lidar com negócios corporativos, que esse fato provocou. Antes, os executivos de uma grande corporação eram geralmente membros da família à qual pertencia o negócio. Eles consideravam a corporação uma posse pessoal. Os interesses de acionistas externos eram amplamente ignorados. Quando alguma atenção, de modo geral, era dispensada ao problema da continuidade gerencial – quer dizer, a necessidade de treinar elementos mais jovens para tomarem o lugar daqueles cuja idade já era avançada –, a questão se baseava, quase que totalmente, em tomar conta de um filho ou de um sobrinho que herdaria a respectiva função. Fornecer o melhor talento disponível, para proteger o investimento do acionista médio, era um assunto que raramente prevalecia no pensamento da diretoria. Naquela era de dominação pessoal autocrática, a tendência da diretoria mais velha era de resistir à inovação ou ao aprimoramento e, frequentemente, se recusar a ouvir sugestões ou críticas. Esse é um apelo distante comparado à atual busca competitiva constante por maneiras de obter um melhor desempenho.

A administração corporativa de cúpula, nos dias de hoje, está geralmente envolvida numa autoanálise contínua e, numa busca infundável pelo aprimoramento, deixa muitas vezes até mesmo a sua própria organização para consultar todos os tipos de especialistas, num esforço de obter um aconselhamento ideal.

Nos velhos tempos, havia sempre um grande perigo de que a empresa mais atraente do momento não permanecesse no seu ramo ou, se permanecesse, de que os seus representantes internos pudessem angariar todos os benefícios para si. Atualmente, riscos de investimento como esse,

embora não inteiramente considerados algo do passado, têm uma probabilidade bem menor de causar prejuízo ao investidor cauteloso.

Uma faceta da mudança que surgiu no gerenciamento corporativo merece a nossa atenção. Trata-se do crescimento da pesquisa corporativa e do laboratório de engenharia – uma ocorrência que dificilmente teria beneficiado o acionista se não tivesse vindo acompanhada do aprendizado de uma técnica paralela, pelo gerenciamento corporativo, por meio da qual essa pesquisa pudesse ter sido transformada numa ferramenta para proporcionar uma colheita valiosa de lucros crescentes para o acionista. Mesmo nos dias de hoje, muitos investidores parecem pouco cientes de como foi rápido esse desenvolvimento, de quanto ele provavelmente ainda avançará e de seu impacto sobre a política básica de investimentos.

Na verdade, mesmo no final da década de 1920, apenas cerca de meia dúzia de corporações industriais possuía organizações de pesquisa significativas. Elas eram de pequeno porte para os padrões atuais. Foi somente quando o temor a Adolf Hitler acelerou esse tipo de atividade, para fins militares, que a pesquisa industrial realmente começou a crescer.

E, desde então, ela não parou de crescer. Uma pesquisa realizada na primavera de 1956, editada na revista *Business Week* e em várias outras publicações comerciais da McGraw-Hill, indicou que em 1953 os gastos corporativos privados para pesquisa e desenvolvimento giravam em torno de US\$ 3,7 bilhões. Por volta de 1956, eles haviam aumentado para US\$ 5,5 bilhões e o planejamento corporativo naquele momento previa que chegassem a mais de US\$ 6,3 bilhões até 1959. De forma também surpreendente, essa pesquisa indicou que até 1959, ou seja, em apenas três anos, grande parte das nossas empresas líderes esperava obter de 15% até mais de 20% do seu total de vendas por meio de produtos que não existiam comercialmente em 1956.

Na primavera de 1957, a mesma fonte realizou uma pesquisa semelhante. Se os números revelados em 1956 eram considerados surpreendentes, aqueles revelados apenas um ano depois podem ser chamados de explosivos. Os gastos com pesquisa estavam acima de 20% em comparação com o ano anterior, somando US\$ 7,3 bilhões! Isso representa quase 100% de crescimento em quatro anos. Significa que o crescimento real em doze meses era de US\$ 1 bilhão a mais do que se esperava, apenas um ano antes, com relação ao crescimento total que aconteceria nos próximos 36 meses. Nesse meio-tempo, gastos com pesquisa foram estimados em US\$ 9 bilhões para 1960. Ademais, todas as indústrias manufatureiras, em vez de apenas algumas poucas indústrias selecionadas e representadas na pesquisa anterior, esperavam que 10% das vendas de 1960 procederiam de produtos ainda não comercializados apenas três anos antes. Para determinadas indústrias específicas, esse percentual – do qual haviam sido excluídas as vendas que representavam meramente um novo modelo e mudanças de estilo – era muitas vezes maior.

O impacto de um fato como esse sobre os investimentos não pode ser considerado exagerado. O custo desse tipo de pesquisa está se tornando tão alto que a empresa que não o administra com sabedoria, do ponto de vista comercial, pode cambalear sob o peso esmagador de despesas operacionais. Além disso, não há nenhum termo de comparação fácil e rápido, tanto para o administrador como para o investidor, para medir a lucratividade da pesquisa. Assim como o jogador de *baseball* profissional não pode prever o número de arremessos numa partida, um número considerável de projetos de pesquisa, regulados meramente pela lei das probabilidades, pode não produzir nenhum lucro. Além disso, por puro acaso, um número anormal de tais projetos não rentáveis pode ocorrer agrupado dentro de um curto período de tempo, mesmo no mais bem

administrado laboratório comercial. Finalmente, é provável que leve de sete a onze anos, a partir do momento em que um projeto é inicialmente concebido, até que ele tenha um efeito favorável significativo nos lucros de uma corporação. Portanto, até mesmo o projeto de pesquisa mais promissor é, com certeza, um mecanismo de drenagem financeira até finalmente proporcionar algum lucro ao acionista.

Entretanto, se o custo da pesquisa deficientemente organizada é alto e difícil de detectar, o custo da escassez de pesquisa pode ser ainda maior. Durante os próximos anos, a introdução de diversos tipos de novos materiais e de novas maquinarias irá imediatamente afunilar o mercado para milhares de empresas, provavelmente indústrias inteiras, que não têm condições de manter o ritmo acelerado dos tempos. O mesmo acontecerá às principais mudanças na maneira de realizar tarefas básicas, provocadas pela adoção dos computadores eletrônicos para armazenamento de dados e pela utilização de irradiação no processamento industrial. Outras empresas, porém, estarão alertas para as tendências e poderão obter lucros comerciais enormes por meio desse conhecimento. A administração de algumas dessas empresas continuará a manter os mais elevados padrões de eficiência ao lidar com as suas operações rotineiras e, ao mesmo tempo, utilizará igualmente um bom julgamento para se manter à frente no campo dessas questões de impacto futuro. E seus felizardos acionistas poderão muito bem, em vez dos proverbiais mansos, herdar a Terra.

Além dessas influências do panorama modificado no gerenciamento corporativo e da ascensão da pesquisa, há um terceiro fator que também tende a proporcionar ao investidor moderno maiores oportunidades do que as existentes na maioria dos períodos do nosso passado. Posteriormente, neste livro – nos trechos que versam sobre o momento em que as ações devem ser compradas e vendidas –, seria mais apropriado discutir

que tipo de influência, se há alguma, o ciclo dos negócios deveria ter sobre a política de investimentos. Entretanto, a discussão sobre um aspecto desse assunto parece ser necessária neste momento. Essa é a maior vantagem em possuir certos tipos de ações, como resultado de uma mudança na política básica que tem ocorrido em grande escala na estrutura do nosso governo federal desde 1932.

Tanto anteriormente como a partir dessa data, sem levar em conta o porte da sua contribuição, os dois principais partidos políticos geralmente recebiam créditos em razão do desenvolvimento que pudesse ocorrer enquanto estivessem no poder. Da mesma forma, eles também seriam condenados, tanto pela oposição quanto pela população em geral, caso algum fato negativo acontecesse. No entanto, antes de 1932 havia um questionamento intenso das lideranças de cada um dos partidos sobre alguma justificativa moral ou mesmo sabedoria política ao administrar deliberadamente um déficit enorme a fim de escorar segmentos debilitados dos negócios. Combater o desemprego por meio de métodos bem mais dispendiosos do que oferecer soluções assistencialistas aos desempregados não obtinha atenção suficiente, independentemente do partido que estivesse no poder.

A partir de 1932, tudo isso mudou. Os democratas podem ou não estar menos envolvidos com o equilíbrio do orçamento federal do que os republicanos. Entretanto, a partir do governo do presidente Eisenhower, com a possível exceção do ex-secretário do Tesouro, Humphrey, a liderança republicana responsável afirmou repetidas vezes que, se os negócios estivessem em baixa, eles não hesitariam em baixar os impostos, ou tomar qualquer outra medida de produção de déficit que se fizesse necessária para restaurar a prosperidade e eliminar o desemprego. Algo bem diferente das doutrinas que prevaleceram antes da grande depressão.

Mesmo que essa mudança na política não tivesse sido amplamente aceita, outras mudanças específicas que ocorreram teriam produzido praticamente os mesmos resultados, embora talvez não tão rapidamente. O imposto de renda só foi legalizado durante a administração de Wilson. Ele não representou uma influência primordial sobre a economia até a década de 1930. Nos anos anteriores, grande parte da receita federal era proveniente de impostos alfandegários e fontes similares. Esses valores oscilavam moderadamente com o nível de prosperidade, mas eram relativamente estáveis como um todo. Hoje em dia, ao contrário, cerca de 80% da arrecadação da receita federal provém do imposto de renda de pessoas físicas e jurídicas. Isso significa que qualquer declínio considerável no nível geral dos negócios provoca um declínio correspondente na receita federal.

Ao mesmo tempo, diversos mecanismos, tais como os subsídios agrícolas e o seguro-desemprego, se tornaram imperativos na nossa legislação. No momento em que o declínio de um negócio reduzisse consideravelmente a arrecadação do governo federal, verbas para esses setores, legalmente obrigatórias, fariam com que as despesas governamentais aumentassem muito. Acrescente-se a esse fator a intenção precisa de reverter qualquer tendência comercial desfavorável reduzindo os impostos, construindo mais obras públicas e emprestando dinheiro a diversos grupos empresariais pressionados; assim, fica bem claro que, se uma depressão ocorresse, o déficit federal poderia facilmente correr a um ritmo de US\$ 25 bilhões a US\$ 30 bilhões por ano. Déficits dessa natureza produziram maior inflação, do mesmo modo que déficits resultantes de gastos em tempos de guerra produziram as principais espirais de preços do período pós-guerra.

Isso significa que, quando um período de depressão efetivamente ocorre, ele tende a ser mais breve do que algumas das maiores depressões do passado. É quase certo que ele seja seguido de uma inflação suficiente

para produzir o típico aumento de preços, que no passado foi benéfico para algumas indústrias e nocivo para outras. Dentro desse cenário econômico geral, a ameaça do ciclo dos negócios pode ser tão grande como sempre foi para o acionista da empresa financeiramente fraca ou marginal. Entretanto, para o acionista de uma empresa em crescimento, com força financeira suficiente ou capacidade de endividamento para suportar um ou dois anos de tempos difíceis, um declínio dos negócios nas condições econômicas atuais representa muito mais um encolhimento temporário do valor de mercado dos seus bens do que a ameaça básica à existência do próprio investimento que teve de ser calculado anteriormente a 1932.

Outra tendência financeira fundamental resultou da inclinação à inflação embutida que se tornou tão profundamente enraizada tanto nas nossas leis como nos nossos conceitos sobre os encargos econômicos do governo. Os títulos se tornaram investimentos indesejáveis para os recursos estritamente de longo prazo do investidor individual médio. O aumento das taxas de juros, que já vinha acontecendo havia muitos anos, teve o seu maior momento no outono de 1956.

Com os títulos mais valiosos subsequentemente sendo vendidos pelos menores preços em 25 anos, muitas vozes no mercado financeiro passaram a advogar a troca das ações que eram vendidas nos níveis historicamente mais altos por títulos de renda fixa. A taxa de rendimento absurdamente elevada dos títulos sobre o retorno de dividendos em ações, com respeito à proporção que normalmente prevalece, parecia ter proporcionado grande sustentação à retidão dessa política. Em curto prazo, essa política, mais cedo ou mais tarde, se provaria lucrativa. Como tal, ela deve ter sido bastante atraente para aqueles que faziam investimentos de curto e médio prazo, ou seja, para os "negociantes" com sutileza e noção de tempo para julgar o momento certo para comprar e

vender. Isso ocorre porque a chegada de qualquer recessão significativa nos negócios provoca quase que absolutamente uma suavização das taxas monetárias e um aumento correspondente nos preços dos títulos, num momento em que as taxas de participação geralmente não flutuam. Esse fato nos leva à conclusão de que os títulos mais valiosos podem ser favoráveis ao especulador e desfavoráveis ao investidor de longo prazo. Isso parece nos levar também a uma direção totalmente contrária a todo o pensamento voltado para esse assunto. No entanto, qualquer entendimento sobre as influências da inflação demonstrará por que esse seria provavelmente o caso em questão.

Na sua carta de dezembro de 1956, o First National City Bank of New York apresentava um estudo que mostrava a natureza mundial da depreciação do poder aquisitivo do dinheiro que havia ocorrido entre 1946 e 1956. Dezesesseis das principais nações do mundo livre estavam incluídas nesse estudo. Em todas elas, o valor do dinheiro decaía de forma significativa. Esse declínio variava de um mínimo, na Suíça, onde ao final de um período de uma década o dinheiro mantinha a capacidade de comprar 85% do que era possível dez anos antes, ao outro extremo, no Chile, onde depois de dez anos o dinheiro havia perdido 95% do seu valor. Nos Estados Unidos, esse declínio somava 29% e no Canadá chegava a 35%, o que significa que, nos Estados Unidos, a taxa anual de depreciação monetária durante o período era de 3,4% e no Canadá era de 4,2%. Comparativamente, o rendimento oferecido pelos títulos do governo dos Estados Unidos comprados no início do período, certamente um dos que contavam com as taxas de juros mais baixas, era de apenas 2,19%. Isso quer dizer que o portador desse tipo de investimento de renda fixa de valor elevado, na verdade, recebia juros negativos, ou seja, um prejuízo de cerca de 1% ao ano se o valor real do seu dinheiro fosse considerado.

Suponhamos, todavia, que em vez de adquirir títulos pelas taxas mais baixas que prevaleciam no começo desse período o investidor pudesse tê-los adquirido mediante as taxas de juros mais altas que prevaleciam dez anos depois. O First National City Bank of New York, no mesmo estudo, também apresentou números sobre essa questão. No final do período analisado pelo estudo, era estimado um retorno sobre os títulos do governo americano de 3,27%, que mesmo assim não proporcionaria nenhum lucro, mas, na verdade, um pequeno prejuízo sobre o investimento.

Entretanto, seis meses após esse estudo ter sido publicado, as taxas de juros haviam subido consideravelmente e se encontravam acima de 3,5%. Como teria de fato o investidor se saído se tivesse tido a oportunidade, no início desse período, de investir com os mais altos retornos que prevaleceram em mais de um quarto de século? Na grande maioria dos casos, ele não teria obtido nenhum lucro real sobre o seu investimento. Em diversos casos, ele teria tido um prejuízo real. Essa afirmação se justifica pelo fato de quase todos os compradores desses títulos terem tido de pagar, pelo menos, 20% de imposto de renda sobre o juro recebido, antes que a verdadeira taxa do seu rendimento sobre o investimento pudesse ter sido calculada. Em diversos casos, o imposto sobre o portador de títulos teria sido fixado segundo taxas consideravelmente altas, já que apenas os primeiros US\$ 2 mil até os US\$ 4 mil do rendimento tributável permaneceriam no nível de 20%. De forma semelhante, se um investidor tivesse adquirido títulos municipais isentos de tributação nesse período de taxas elevadas, a taxa de juros relativamente baixa que esses títulos não tributáveis oferecem não teria, mais uma vez, proporcionado lucros reais sobre o investimento.

Naturalmente, esses números são conclusivos apenas quanto a esse período de dez anos específico. Eles indicam, todavia, que essas condições são mundiais e, portanto, não muito prováveis de ser revertidas por tendências

políticas de qualquer país. O que é realmente importante com relação à atratividade dos títulos como investimentos de longo prazo é sabermos se é possível esperar uma tendência semelhante no período subsequente. Parece-me que, quando todo esse mecanismo inflacionário é estudado em detalhes, fica claro que os principais saltos inflacionários surgem das expansões de crédito das vendas por atacado que, em contrapartida, resultam em grandes déficits do governo, ampliando consideravelmente a base monetária do sistema de crédito. O enorme déficit em decorrência da Segunda Guerra Mundial estabeleceu essa base. O resultado foi a perda de mais da metade do valor real dos seus investimentos por parte dos portadores de títulos que haviam mantido suas aplicações em títulos de renda fixa antes da guerra.

Como já foi explicado, as nossas leis e, ainda mais importante, as nossas crenças do que deve ser feito durante um período de depressão fazem com que uma das duas rotas pareça inevitável. Ou os negócios permanecerão numa boa fase, na qual ações em circulação continuarão a dar lucro, ou haverá uma recessão significativa. Se isso acontecer, os títulos devem temporariamente representar as melhores ações, porém uma série de medidas importantes de produção de déficit será, dessa forma, acionada, causando um novo e considerável declínio no poder aquisitivo real dos investimentos com base em títulos de crédito. É quase certo que uma depressão produziria uma inflação mais elevada; a extrema dificuldade para determinar quando, num período tão conturbado, os títulos devem ser vendidos me faz crer que investimentos desse tipo, na nossa complexa economia, voltam-se em primeiro lugar para bancos, companhias de seguro e outras instituições que possuem obrigações financeiras a serem compensadas, ou a indivíduos com objetivos de curto prazo. Esses investimentos não proporcionam um ganho suficiente ao investidor de longo prazo que compense a probabilidade da depreciação do seu poder aquisitivo.

Antes de prosseguirmos, seria interessante resumir rapidamente as diversas dicas de investimentos que podem ser reunidas de um estudo do passado e da comparação das principais diferenças, do ponto de vista do investimento, entre o passado e o presente.

Esse estudo indica que a maior compensação nos investimentos vai para aqueles que, por sorte, ou por bom-senso, encontram a empresa que, ocasionalmente, no decorrer dos anos, pode crescer nas vendas e nos lucros bem mais do que a indústria como um todo. Esse estudo demonstra, ainda, que quando acreditamos ter encontrado essa empresa é melhor permanecermos com ela por um longo período. Ele nos dá uma forte indicação de que essas empresas não precisam ser necessariamente novas e pequenas. Em vez disso, sem levar em conta o porte, o que realmente importa é uma administração com determinação para atingir um crescimento significativo adicional e habilidade para colocar suas estratégias em prática.

O passado nos dá outra dica de como esse crescimento é associado ao conhecimento ligado à organização da pesquisa nas mais variadas áreas das ciências naturais, visando introduzir no mercado linhas de produtos inter-relacionadas e economicamente valiosas. Fica claro, para nós, que uma característica geral dessas empresas é uma administração que não permite que as suas preocupações com o planejamento de longo prazo a impeçam de exercer, da melhor maneira possível, uma vigilância constante na realização das tarefas diárias dos seus negócios habituais.

Por fim, ele nos assegura consideravelmente que, apesar das diversas oportunidades espetaculares de investimentos que existiram há 25 ou cinquenta anos, existem provavelmente até mais oportunidades desse tipo disponíveis nos dias de hoje.

O QUE O MÉTODO "SCUTTLEBUTT" (OCL)² PODE FAZER

TODO O CONTEÚDO EXPOSTO ATÉ AGORA pode ser útil como uma descrição geral do que devemos procurar. Mas, como guia prático para a busca de investimentos importantes, o conteúdo apresentado contribui relativamente pouco. Levando-se em consideração que ele fornece um perfil amplo do tipo de investimento a ser almejado, como o investidor encontraria a empresa específica que poderia abrir caminho para melhores resultados em seus investimentos?

Um caminho que logo surge em nossa mente é lógico, porém não muito prático. Seria encontrar alguém suficientemente capacitado para lidar com as diversas facetas da administração, para analisar cada subdivisão de uma organização e, por meio da investigação detalhada do seu pessoal executivo, da sua produção, da sua organização de vendas, da sua pesquisa e de cada uma das suas outras funções principais, elaborar uma conclusão confiável sobre se a empresa em questão possui as principais potencialidades para o crescimento e para o desenvolvimento.

² Como a palavra "scuttlebutt" literalmente traduzida não apresenta uma ideia precisa de seu significado em relação ao contexto, optamos por versá-la para "O caminho correto" ou "OCL - O caminho para a lucratividade". (N. do R.T.)

Tal método pode parecer sensato. Infelizmente, há diversas razões pelas quais ele geralmente não serve muito bem ao investidor médio. Em primeiro lugar, poucos indivíduos dispõem do grau necessário de habilidade gerencial para realizar um trabalho desse tipo. A maioria deles ocupa sempre cargos executivos bem remunerados e de alto escalão. Eles não dispõem nem de tempo nem de inclinação para se ocupar dessa maneira. Além disso, mesmo que eles estivessem voltados para essa atividade, há dúvidas de que muitas das empresas em crescimento real no país permitissem que alguém de fora da sua própria organização tivesse acesso a todos os dados necessários para tomar uma decisão acertada. Uma grande parte do conhecimento adquirido dessa forma seria valiosa demais, diante da competição existente ou potencial, para permitir que esse conhecimento fosse transmitido a qualquer pessoa que não tivesse responsabilidade nenhuma com a empresa fornecedora dos dados.

Felizmente, existe outro caminho que o investidor pode seguir. Quando utilizado da maneira adequada, esse método fornece as dicas necessárias para encontrar os investimentos verdadeiramente significativos. Por falta de uma terminologia melhor, vou chamar esse procedimento de método "scuttlebutt (OCL)".

Quando esse método for descrito em detalhes nas páginas que se seguem, o investidor médio terá uma reação predominante. Será a sensação de que, independentemente de quanto o método OCL possa ser benéfico para terceiros, ele não será útil para ele, pois ele não terá muitas oportunidades para aplicá-lo. Tenho consciência de que muitos investidores não se encontram na posição de fazer, por conta própria, grande parte do que é necessário para tirar o melhor de seus investimentos. Não obstante, creio que eles devem entender completamente o que é necessário e por qual razão. Somente dessa maneira eles estarão na posição de escolher o tipo de

consultor que melhor pode ajudá-los. Somente assim poderão avaliar adequadamente o trabalho de tal consultor. Além disso, quando eles compreenderem não apenas o que pode ser realizado mas, também, como isso pode ser realizado, eles se surpreenderão com o fato de estarem, às vezes, numa posição de enriquecer e tornar mais lucrativo o trabalho valioso que já está sendo feito para eles pelos seus consultores de investimentos.

A forma como as notícias correm no mercado financeiro é notável. É incrível como um retrato apurado dos respectivos pontos fortes e fracos de cada empresa, em determinado setor industrial, pode ser obtido de uma amostra representativa das opiniões daqueles que, de uma maneira ou de outra, têm ligação com alguma empresa em especial. A maioria das pessoas, principalmente quando têm certeza de que não há perigo algum de serem mencionadas, gosta de falar sobre a sua área de atuação e fala ainda mais livremente sobre os seus concorrentes. Vá a cinco empresas de determinado setor industrial, faça a cada uma delas perguntas inteligentes sobre os pontos fortes e fracos das outras quatro, e terá um retrato apurado e surpreendentemente detalhado de todas as cinco.

Entretanto, os concorrentes compõem apenas uma e não necessariamente a melhor fonte de opiniões confiáveis. É igualmente impressionante o quanto se pode aprender com vendedores e clientes sobre a real natureza das pessoas com quem eles lidam. Os pesquisadores científicos em universidades, no governo e em empresas competitivas constituem outra fonte fértil de dados valiosos. O mesmo ocorre com executivos de associações comerciais.

Nesse caso específico, embora até certo ponto, nos outros grupos também, é impossível enfatizar a importância de uma ou outra questão. O investidor em busca de informações deve ser capaz de deixar claro, acima de qualquer dúvida, que sua fonte jamais será revelada. Posteriormente, ele

deverá corresponder a essa política escrupulosamente. Caso contrário, o perigo de causar problemas a um informante é obviamente tão grande que opiniões desfavoráveis simplesmente não seriam passadas adiante.

Há, ainda, outro grupo que pode ser de grande auxílio para o provável investidor em busca de uma empresa próspera. Esse grupo, todavia, pode se tornar mais nocivo do que prestativo se o investidor não fizer um bom julgamento e uma ampla verificação cruzada, com terceiros, para averiguar o seu próprio julgamento com relação à credibilidade do que lhe foi dito. Esse grupo é composto por ex-empregados. Essas pessoas, frequentemente, possuem uma visão bastante profunda sobre os pontos fortes e fracos dos seus ex-empregadores. Além disso, em geral, irão falar com liberdade sobre eles. Entretanto, como alguns ex-funcionários podem achar, com razão ou não, que foram dispensados sem justa causa, ou que deixaram a empresa devido a uma ofensa justificável, é sempre importante verificar com cuidado as causas que ocasionaram sua saída da empresa. Somente assim é possível determinar o grau de preconceito que pode existir e levar isso em consideração ao ouvir o que o ex-funcionário tem a dizer.

Se fontes diferentes e suficientes de informação sobre uma empresa são consultadas, não há razão para crer que todos os componentes dos dados obtidos devam concordar entre si. Aliás, não há necessidade nenhuma de que isso aconteça. No caso de empresas realmente significativas, a informação preponderante é tão clara que até mesmo um investidor que seja moderadamente experiente e saiba o que está procurando será capaz de dizer quais empresas provavelmente lhe serão mais interessantes para garantir-lhe o próximo passo na sua investigação. Esse próximo passo é entrar em contato com os funcionários da empresa para preencher algumas das lacunas ainda existentes no quadro do investidor sobre a situação que está sendo estudada.

3

O QUE COMPRAR

15 questões para verificar no mercado de ações

QUE QUESTÕES O INVESTIDOR DEVERIA ANALISAR e saber se quisesse obter um tipo de investimento que, em poucos anos, poderia render-lhe um ganho de mais de 100% ou, num período mais longo, poderia proporcionar-lhe um rendimento proporcionalmente maior? Em outras palavras, que atributos deveria uma empresa ter para oferecer uma probabilidade maior de garantia desses resultados aos seus acionistas?

Há quinze questões com as quais acredito que o investidor deva se preocupar. Uma empresa pode muito bem ser considerada próspera, em termos de investimento, se deixar de preencher integralmente apenas alguns desses requisitos; porém, poucos deles. Não acredito que possa ser considerada um investimento vantajoso uma empresa que não se qualifica para a maioria deles. Alguns dos requisitos são questões de política empresarial, outros lidam com a eficiência com que essa política é aplicada. Algumas das questões se relacionam a assuntos que deveriam ser amplamente determinados por meio da informação obtida de fontes externas à companhia que está sendo avaliada, enquanto outras são mais bem solucionadas pela verificação direta com seus funcionários. Essas quinze questões são:

QUESTÃO 1 *A empresa possui produtos ou serviços com potencial de mercado suficiente para viabilizar um aumento considerável nas vendas por diversos anos?*

Em hipótese alguma é impossível obter um lucro, único e justo, de empresas com uma curva de vendas estacionária ou até mesmo em declínio. Economias em operação que resultam de um melhor controle dos gastos podem, às vezes, criar uma melhoria considerável na renda líquida para produzir um aumento no preço de mercado das ações de uma companhia. Esse tipo de lucro único é bastante procurado por muitos especuladores e caçadores de barganhas. Ele não oferece, todavia, o grau de oportunidade que despertaria o interesse daqueles que desejam obter o maior lucro possível dos seus fundos de investimento.

No mesmo sentido, também não é satisfatório outro tipo de situação que, às vezes, oferece uma margem consideravelmente mais ampla de lucro. Tal situação ocorre quando uma condição modificada dá margem a um grande aumento das vendas durante poucos anos, seguido por uma paralisação no crescimento dessas vendas. Um exemplo disso, em grande escala, é o que aconteceu com os numerosos fabricantes de aparelhos de rádio em decorrência do desenvolvimento comercial da TV. Um aumento enorme nas vendas ocorreu por muitos anos. Hoje em dia, quase 90% dos lares americanos que dispõem de eletricidade possuem aparelhos de TV, e a curva de vendas voltou a ser estática. A exemplo de uma grande quantidade de empresas na indústria, um grande lucro foi obtido por aqueles que compraram o produto precocemente. Depois disso, conforme a curva de vendas se estabilizou, também cessou a atratividade de muitas dessas ações.

Nem mesmo as empresas com crescimento mais evidente precisam obrigatoriamente apresentar vendas, a cada ano, maiores do que aquelas

apresentadas durante o ano anterior. Em outro capítulo, tentarei demonstrar por que as implicações usuais da pesquisa comercial e os problemas de inserção dos produtos novos no mercado tendem a provocar esses aumentos nas vendas, que surgem por meio de uma série de aumentos repentinos e irregulares em vez de acontecer progressivamente ano a ano. Os caprichos do ciclo dos negócios também terão uma influência maior sobre as comparações feitas todos os anos. Dessa forma, o crescimento não deve ser julgado numa base anual, mas, digamos, verificando os números da empresa de diversos anos separadamente. Algumas empresas prometem um crescimento acima do normal não apenas para o período anual seguinte, mas também por um período considerável além dele.

Essas empresas que, década após década, têm demonstrado consistentemente um crescimento espetacular podem ser divididas em dois grupos. Na falta de uma terminologia mais adequada, vou classificar um dos grupos como o daqueles que são “bem-afortunados e capazes” e o outro como o dos que são “bem-afortunados por serem capazes”. Uma grande parcela de habilidade gerencial é exigível para ambos os grupos. Nenhuma empresa cresce por um longo período, que pode durar anos, simplesmente por uma questão de sorte. Ela deve ter e continuar mantendo uma grande parcela de habilidade nos negócios; caso contrário, não será capaz de capitalizar os seus bens e defender a sua posição competitiva das incursões de terceiros.

A Aluminum Company of America (Alcoa) é um exemplo de empresa “bem-afortunada e capaz”. Os fundadores dessa empresa eram homens de grande visão. Eles puderam prever, com exatidão, diversas utilizações comerciais significativas para o seu novo produto. Entretanto, nem eles nem mais ninguém, naquela época, poderiam prever algo como a ampliação do mercado para produtos do alumínio que viria a se

desenvolver ao longo dos setenta anos subsequentes. Uma combinação de desenvolvimento técnico e economias, da qual a empresa foi muito mais beneficiária do que instigadora, fez com que isso acontecesse. A Alcoa possui, e continua a demonstrar, grande habilidade para encorajar essas tendências e tirar proveito delas. Entretanto, se condições de base, tais como o aperfeiçoamento do transporte aéreo, não tivessem provocado efeitos totalmente fora do controle da Alcoa para abrir novos mercados extensivos, ainda assim a empresa teria crescido — embora num passo menos acelerado.

A empresa teve a sorte de se colocar numa indústria ainda melhor do que aquela que a atraiu, almejada pela sua administração anterior. Os lucros adquiridos por muitos acionistas dessa empresa, no passado, que mantiveram as suas ações, é um fato notório por todos. O que pode não ser amplamente conhecido é o sucesso que até mesmo os acionistas relativamente novos têm obtido. Quando escrevi a primeira edição deste livro³, as ações da Alcoa estavam em baixa de quase 40% em comparação com a sua alta verificada no ano de 1956. Mesmo com esse preço “baixo”, os títulos apresentaram uma valorização de quase 500%, não sobre o valor menor, mas sobre a média do preço médio pelo qual eles poderiam ter sido vendidos em 1947, apenas dez anos antes.

Tomemos agora a Du Pont como exemplo do segundo grupo de crescimento no mercado de ações — o grupo que descrevi como “bem-afortunado em razão da sua capacidade”. Essa empresa não se encontrava originariamente no negócio de produção de náilon, celofane, lucite, neoprene, orlon, milar, ou de qualquer um dos diversos produtos famosos aos quais ela está frequentemente associada no pensamento popular e que

³ A primeira edição deste livro foi publicada em 1958. A presente tradução baseia-se na segunda edição do livro, revisada pelo autor e publicada em 1960. (N. do E.)

têm se mostrado extraordinariamente lucrativos para o investidor. Por muitos anos, a Du Pont produziu explosivos. Em tempos de paz, o seu crescimento seria equiparado ao da indústria da mineração. Nos últimos anos, a empresa pode ter crescido um pouco mais rapidamente do que isso, já que o volume das vendas adicionais acompanhou o aumento da construção de estradas. Nada disso teria sido mais do que uma fração insignificante do volume do negócio que se desenvolveu; no entanto, como o brilhante julgamento financeiro e administrativo da empresa se equiparou com a soberba habilidade técnica, a Du Pont atingiu um volume de vendas que, hoje, excede US\$ 2 bilhões por ano. Aplicando as estratégias e o conhecimento absorvido em seu negócio original ligado ao mercado de explosivos, a empresa lançou, com êxito, um produto após o outro, tornando-se uma das maiores histórias de sucesso da indústria americana.

O novato em investimentos, que observa pela primeira vez a indústria química, pode pensar que é uma coincidência da sorte o fato de as empresas que geralmente possuem as taxas de investimento mais altas em diversos aspectos do seu negócio serem também aquelas que produzem muitos dos produtos em desenvolvimento mais atraentes na indústria. Esse investidor confunde causa e efeito. É o mesmo que pensar que é coincidência o fato de os grandes rios passarem pelo coração das principais metrópoles europeias. Estudos da história de corporações tais como a Du Pont, a Dow Química ou a Union Carbide demonstram claramente como esse tipo de empresa se encaixa na categoria do grupo “bem-afortunado em razão da sua capacidade”, no que diz respeito à sua curva de vendas.

Possivelmente, um dos exemplos mais surpreendentes das empresas pertencentes a esse grupo é a General American Transportation. Há pouco mais de cinquenta anos, quando a empresa foi estruturada, a indústria de equipamentos ferroviários parecia promissora, com amplas perspectivas

de crescimento. Nos últimos anos, poucas indústrias parecem oferecer menos perspectivas compensadoras de crescimento contínuo. No entanto, quando a previsão alterada para as ferrovias começou a tornar os prospectos para os fabricantes de veículos de frete cada vez menos atraentes, a criatividade brilhante e a abundância de recursos mantiveram a renda da empresa numa constante curva positiva. Não satisfeita com isso, a sua administração começou a se aproveitar de algumas das estratégias e do conhecimento absorvido dos seus negócios básicos, adentrando em outras linhas não relacionadas e permitindo maiores possibilidades de crescimento.

Uma empresa que parece ter vendas em franca ascensão durante alguns anos pode provar a sua prosperidade ao investidor, independentemente do fato de se parecer com uma companhia da categoria dos "bem-afortunados e capazes" ou com uma empresa do grupo dos "bem-afortunados em razão de sua capacidade". Não obstante, exemplos como o da General American Transportation deixam um aspecto bastante claro. Em qualquer hipótese, o investidor deve estar alerta para o fato de a direção dispor e continuar a dispor de grande habilidade; sem tal requisito, o crescimento das vendas não prosseguirá.

Julgar corretamente a curva de vendas de longo prazo de uma empresa é de extrema importância para o investidor. O julgamento superficial pode nos levar a conclusões equivocadas. A título de ilustração, já mencionei o exemplo das ações de rádios e televisores que, em vez de apresentar um crescimento contínuo em longo prazo, apresentaram um grande aumento repentino, quando a maioria dos lares no país adquiriu aparelhos de TV. Não obstante, nos últimos anos, algumas dessas companhias de rádios e televisores mostraram uma nova tendência. Elas utilizaram as suas habilidades eletrônicas para criar negócios de porte considerável em outros campos da eletrônica, tais como equipamentos de

automação e comunicação. Essas linhas eletrônicas industriais e, em alguns casos, militares, prometem um crescimento equilibrado por muitos anos no futuro. Em poucas dessas empresas, tal como a Motorola, elas já são de maior importância do que a comercialização da TV. Enquanto isso, alguns novos processos de desenvolvimento técnico criam a possibilidade de que os modelos de aparelhos de TV mais modernos, no começo dos anos 1960, se tornem tão ultrapassados e obsoletos como os telefones originais de parede nos parecem hoje em dia.

Uma evolução potencial, a TV em cores, será possivelmente considerada obsoleta pelo público em geral. Outro exemplo é o resultado direto do desenvolvimento do transistor e do circuito impresso. Trata-se de uma TV com uma tela de alta definição e recursos diferenciados no seu formato e tamanho, comparados aos recursos de que dispomos atualmente em nossas casas. O atual *rack* de aparelhos eletrônicos logo será algo do passado. Basta tal evolução obter a aceitação comercial em massa para que algumas das fábricas tecnicamente mais especializadas de aparelhos de TV existentes usufruam um novo aumento significativo nas vendas, ainda maior e mais duradouro do que aquele vivenciado há alguns anos. Essas empresas podem considerar esse aumento sobreposto, num universo dos negócios eletrônicos, industriais e militares, em constante crescimento. Elas podem, assim, usufruir o tipo de crescimento de vendas em grande escala, que deve ser o primeiro aspecto a ser considerado por aqueles que buscam o tipo de investimento mais lucrativo.

Mencionei esse exemplo não como algo que é certo, mas como algo que pode acontecer facilmente. O motivo é que acredito que, com relação à curva de vendas futura de uma empresa, existe um aspecto que deve ser sempre lembrado. Se a administração da empresa é destacada e a indústria está sujeita a mudanças tecnológicas e à pesquisa de desenvolvimento, o

investidor astuto deve ficar alerta para a possibilidade de a administração poder manejar assuntos da empresa com a finalidade de produzir, no futuro, exatamente o tipo de curva de vendas que constitui a primeira etapa a ser analisada ao escolher um investimento diferenciado.

Como escrevi essas palavras anteriormente, vale observar não o que “é certo”, ou o que “pode acontecer”, e sim o que aconteceu à Motorola. Embora não estejamos no início dos anos 1960, essa é a época mais próxima que posso mencionar como viável para o desenvolvimento de modelos de televisores que tornariam obsoletos os modelos da década de 1950. Isso não aconteceu nem é provável que aconteça num futuro próximo. Entretanto, nesse meio-tempo, vejamos o que uma administração atenta fez para aproveitar as mudanças tecnológicas para desenvolver o tipo de curva de vendas ascendente que afirmei ser o primeiro requisito de um investimento de destaque.

A Motorola se tornou uma líder de destaque no campo das comunicações eletrônicas de mão dupla, que começou como uma especialização em carros da polícia, veículos particulares e táxis, e atualmente parece oferecer um crescimento quase que ilimitado. As empresas de transporte terrestre, os proprietários de frotas de todos os tipos de entregas, os serviços públicos, os projetos de construção de grande porte e oleodutos constituem apenas alguns dos seus usuários nesse gênero de equipamento versátil. Nesse ínterim, após muitos anos de esforços dispendiosos de desenvolvimento, a empresa estabeleceu uma divisão semicondutora (transistor), com fins lucrativos, que parece estar direcionada a obter uma participação na fabulosa tendência de crescimento dessa indústria. Ela se tornou um fator primordial no novo campo dos fonógrafos estereofônicos e está conseguindo uma importante e nova fonte crescente de vendas nesse sentido. Ao unir-se com uma líder nacional, a fabricante de móveis

Drexel, ela aumentou de forma significativa o seu volume no preço final e elevado da sua linha de televisores. Finalmente, por meio de uma pequena aquisição, ela passou a penetrar o campo dos recursos auditivos e poderá, também, desenvolver outras novas especialidades. Em suma, em algum momento na próxima década, estímulos importantes e essenciais podem provocar um novo e grande aumento nas suas linhas originais de rádios e televisores, embora isso ainda não tenha acontecido nem provavelmente aconteça em breve. No entanto, a direção da empresa aproveitou os recursos e habilidades dentro da organização, mais uma vez, colocando-a na linha de crescimento. E como o mercado de ações responde diante desse fato? Quando terminei de escrever a primeira edição, em 1957, a Motorola apresentava 45½ pontos. Hoje, apresenta 122.

Quando o investidor está atento para esse tipo de oportunidade, que lucratividade ele pode obter? Tomemos um exemplo real exatamente da indústria sobre a qual estamos discutindo. Em 1947, um amigo meu em Wall Street fazia uma pesquisa sobre a recente indústria de televisores. Ele avaliou, aproximadamente, uma dúzia dos principais fabricantes do produto por quase um ano. Sua conclusão foi de que o negócio seria competitivo, de que haveria alterações significativas na posição das preocupações principais e de que algumas ações da indústria tinham caráter especulativo. Todavia, durante o curso da pesquisa, foi revelado que um dos produtos mais escassos era a lâmpada de vidro para a fabricação da válvula dos televisores. O fabricante mais bem-sucedido foi a Corning Glass Works. Após um exame mais detalhado dos aspectos técnicos e de pesquisa da Corning Glass Works, ficou evidente que a empresa era altamente qualificada para produzir essas lâmpadas para a indústria de televisores. Estimativas do mercado indicavam que essa seria uma importante fonte de novos negócios para a empresa. Como os prospectos para outras

linhas de produção pareciam favoráveis, em termos gerais, esse analista recomendou as ações tanto para o investimento individual como para o institucional. Os títulos, naquela época, estavam sendo vendidos em cerca de 20 pontos. Desde então, foram divididos de $2\frac{1}{2}$ -para-1, e dez anos depois a sua compra estava numa cotação acima de 100, que era o equivalente ao preço de 250 na antiga bolsa de valores.

QUESTÃO 2 A administração está determinada a continuar a desenvolver produtos ou processos que aumentariam ainda mais o potencial do total de vendas caso o potencial de crescimento das linhas de produção mais atraentes no momento já tenha sido explorado exaustivamente?

Empresas que possuem uma perspectiva de crescimento significativo para um futuro próximo, por causa de novas demandas por linhas de produção existentes, mas não possuem estratégias ou planos para levar a cabo novos desenvolvimentos além disso podem criar um veículo para um rendimento único. Elas não são capazes de prover os meios para obter lucros consistentes em dez ou 25 anos, o que constitui a rota mais certa para o sucesso financeiro. É nesse momento que a pesquisa científica e a engenharia de desenvolvimento entram em cena. É, em grande parte, usando esses recursos que as empresas aperfeiçoam velhos produtos e desenvolvem produtos novos. É a rota usual por meio da qual uma administração não contente com um aumento isolado de crescimento verifica que o crescimento ocorre numa série de movimentos ascendentes mais ou menos contínuos.

O investidor geralmente obtém os melhores resultados em empresas cujos setores de engenharia ou de pesquisa dedicam-se a produtos que tenham alguma relação comercial com aqueles que já se encontram

no escopo das atividades da empresa. Isso não quer dizer que uma empresa desejável não possa ter várias divisões, algumas das quais contando com linhas de produção bastante diferentes. Significa, na verdade, que uma empresa com a pesquisa centrada em cada uma dessas divisões, tal como um grupo de árvores alinhadas, em que cada uma possua galhos adicionais brotando do mesmo tronco, se dará muito melhor do que outra que trabalhe com base numa série de novos produtos não relacionados que, caso tenham sucesso, desembarcarão em diversas novas indústrias, sem necessariamente uma ligação com a sua atividade comercial existente.

À primeira vista, a *Questão 2* pode parecer uma mera repetição da *Questão 1*. Isso não é verdade. A *Questão 1* é factual, avaliando o atual grau de crescimento potencial das vendas para um produto de determinada empresa. A *Questão 2* relaciona-se à postura administrativa. A empresa reconhece atualmente que, com o passar do tempo, ela terá provavelmente crescido até o nível potencial do seu mercado presente e, para continuar a crescer, terá de desenvolver novos mercados no futuro. Se a empresa tem uma boa avaliação na primeira questão e uma atitude afirmativa na segunda, ela provavelmente caracteriza o melhor investimento.

QUESTÃO 3 Quão são os efetivos esforços da empresa, em pesquisa e desenvolvimento, com relação ao seu porte? Tem gerado novos produtos e bons lucros?

Para um grande número de empresas de capital aberto não é tão difícil obter números que demonstrem os gastos em dólares que são investidos, a cada ano, em pesquisa e desenvolvimento. Como essas empresas reportam o seu total de vendas anual virtualmente, trata-se apenas de uma questão matemática simples de dividir o número

relativo à pesquisa pelo total das vendas e, portanto, chegar ao percentual em dólares que uma empresa dedica a esse tipo de atividade. Muitos analistas de investimento-profissionais preferem comparar esse número relativo a pesquisas de uma empresa com o de outras empresas pertencentes à mesma área de atuação. Às vezes, eles comparam esse número com a média das indústrias, calculando-a numericamente com base em muitas empresas da mesma natureza. A partir daí, as conclusões são tiradas com base na importância dos esforços de uma empresa quanto à competitividade e à quantidade de pesquisa por ações que o investidor obtém numa empresa especificamente.

Números desse tipo podem apresentar uma medida bruta que nos fornece dicas valiosas sobre a possível dedicação exagerada de uma empresa à pesquisa, ou a atenção insuficiente de outra. Entretanto, a menos que se obtenha maior conhecimento a respeito da questão, esses números podem se tornar enganosos. Uma razão para tanto é o fato de as empresas variarem enormemente no que elas incluem ou excluem como despesas com pesquisa e desenvolvimento. Uma empresa incluiria, por exemplo, algum tipo de despesa de engenharia que a maioria das instituições governamentais não consideraria, de forma nenhuma, uma pesquisa genuína, já que estaria, na verdade, representando um produto existente ligado a uma ordem específica – ou seja, o ramo da engenharia. Inversamente, outra empresa poderia relacionar os gastos de operação de uma fábrica piloto ligada à criação de um produto totalmente novo em vez de mencionar a pesquisa. A maioria dos especialistas classificaria isso como mera função de pesquisa, já que se refere diretamente à obtenção de *know-how* para criar um produto novo. Se todas as empresas tivessem de apresentar suas pesquisas em bases comparativas, os números referentes à quantidade de pesquisas realizadas por diversas empresas conhecidas

poderiam parecer demasiadamente diferentes daqueles frequentemente utilizados nos círculos financeiros.

Em nenhuma outra subdivisão principal do ramo dos negócios são encontradas variações tão grandes de uma empresa para outra, entre aquilo que entra como despesa e o que sai como benefício, como geralmente encontramos na área de pesquisa. Mesmo entre as empresas mais bem gerenciadas, tal variação parece girar em torno de uma proporção de dois para um. Ante esses fatos, podemos concluir que algumas empresas bem administradas poderiam obter o dobro do lucro final sobre cada dólar investido em pesquisa em comparação às demais. Se incluirmos empresas administradas de forma relativamente adequada, essa variação entre a melhor e a mais medíocre será ainda maior. Isso ocorre porque os grandes passos no caminho de novos produtos e processos não seriam mais o resultado do trabalho de um único gênio. Eles surgiriam de grupos de homens altamente qualificados, cada um com uma especialidade diferente. Um deles poderia ser um químico, outro um físico, o terceiro um metalúrgico e o último, um matemático. O grau de habilidades de cada um desses especialistas é apenas parte do que é preciso para alcançar ótimos resultados. É necessária, ainda, a presença de líderes que possam coordenar o trabalho dessas pessoas de formações tão distintas e mantê-las na direção de um objetivo comum. Consequentemente, o número ou o prestígio dos trabalhadores na área de pesquisa de uma empresa pode ser obscurecido pela eficiência com a qual eles são auxiliados em trabalhar como um grupo em outra empresa.

Também não se trata de uma habilidade da administração coordenar diversas funções técnicas num grupo específico e estimular o máximo da produtividade de cada especialista daquele grupo quanto ao único tipo

de coordenação complexa sobre a qual dependem os melhores resultados das pesquisas. A coordenação detalhada e próxima entre os trabalhadores da área de pesquisa de cada projeto de desenvolvimento e aqueles inteiramente familiarizados, tanto com a produção como com os problemas ligados às vendas, é igualmente importante. Não é uma tarefa simples para a direção proporcionar essa relação estreita entre a pesquisa, a produção e as vendas. No entanto, se isso não for feito, produtos recém-concebidos acabam, não raro, não sendo projetados de forma a garantir a fabricação mais econômica possível, ou, quando o são, não exercem uma atração de vendas ideal dentro do mercado. Esse tipo de pesquisa geralmente resulta em produtos vulneráveis à concorrência mais eficiente.

Finalmente, há outro tipo de coordenação necessária, caso se pretenda que os gastos com pesquisa atinjam a sua eficiência máxima. Trata-se da coordenação junto com a alta cúpula administrativa. Seria melhor, talvez, denominá-la de entendimento da alta cúpula administrativa com relação à natureza fundamental da pesquisa comercial. Projetos de desenvolvimento não podem ser expandidos nos anos prósperos e, depois, abruptamente restringidos nos anos menos favoráveis, sem que isso aumente demais o custo total para a obtenção do objetivo desejado. Os programas de "impacto", tão apreciados por alguns executivos de alto escalão, podem ocasionalmente se tornar necessários, porém quase sempre são muito caros. Um programa de impacto é o que ocorre quando indivíduos importantes do pessoal de pesquisa são repentinamente retirados dos projetos nos quais vinham trabalhando para se concentrar em alguma nova tarefa, que pode ser de grande importância no momento mas, frequentemente, não justifica os danos que produz. A essência da pesquisa comercial bem-sucedida se baseia na exigência

de que apenas sejam escolhidas tarefas que prometam uma compensação financeira muitas vezes maior do que o seu próprio custo. Entretanto, uma vez que o projeto tenha sido iniciado, permitir considerações orçamentárias e outros fatores externos ao projeto em si, para restringi-lo ou acelerá-lo, aumenta invariavelmente o custo total com relação aos benefícios obtidos.

Alguns altos executivos parecem não entender isso. Tenho ouvido executivos de pequenas, porém bem-sucedidas, empresas eletrônicas demonstrarem surpreendentemente pouco temor à concorrência de alguma empresa gigantesca no ramo da indústria. Tal falta de preocupação, referente à capacidade da empresa de maior porte para criar produtos competitivos, não se deve à falta de respeito pelas habilidades dos pesquisadores individuais da empresa maior, ou ao desconhecimento do que poderia ser realizado com as grandes quantias que esse tipo de empresa normalmente investe em pesquisa. Essa sensação de falta de preocupação deve-se, sim, à tendência histórica das grandes empresas de interromper os seus projetos de pesquisa regulares com programas de impacto, visando atingir os objetivos imediatos da alta cúpula executiva. De maneira semelhante, há alguns anos, ouvi dizer que, enquanto fugia da publicidade relacionada a essa questão por motivos óbvios, uma renomada escola de nível técnico superior aconselhou discretamente os seus alunos graduandos a evitar o vínculo empregatício com certa companhia de petróleo. Isso se devia ao fato de a cúpula administrativa dessa companhia ter a tendência de contratar pessoas altamente capacitadas para o que seriam projetos com uma duração média de cinco anos. Cerca de três anos depois disso, a empresa perdia o interesse pelo projeto específico e o abandonava, não apenas jogando fora o seu próprio dinheiro, mas também impedindo que

os seus funcionários alcançassem a conquista da reputação técnica que eles tanto desejavam.

Outro fator que torna a avaliação adequada do investimento na pesquisa ainda mais complexa é a maneira de determinar a grande quantidade de pesquisa relacionada aos contratos de defesa. Grande parte dessa pesquisa é frequentemente realizada não sob a responsabilidade da empresa, e sim sob a responsabilidade do governo federal. Alguns dos subcontratados, no campo da defesa, também fazem uma pesquisa significativa sob a responsabilidade dos contratantes aos quais eles prestam serviços. Será que esses valores totais deveriam ser considerados pelo investidor tão significativos como a pesquisa realizada à custa da própria empresa? Em caso negativo, como deveriam ser avaliados com relação à pesquisa patrocinada pela empresa? Como muitas outras fases no campo dos investimentos, essas questões não podem ser respondidas por fórmulas matemáticas. Cada caso é um caso.

A margem de lucro nos contratos de defesa é menor do que a encontrada nas negociações não governamentais, e a natureza do trabalho se apresenta geralmente de tal forma que o contrato para uma nova arma encontra-se sempre sujeito a uma licitação competitiva, por meio do plano governamental. Isso significa que, às vezes, é impossível estabelecer uma negociação imediata e contínua para um produto desenvolvido pela pesquisa patrocinada pelo governo da mesma maneira que pode ser estabelecida com relação à pesquisa patrocinada pela iniciativa privada, na qual as patentes e a boa vontade do cliente podem ser frequentemente utilizadas. Por essas razões, do ponto de vista do investidor, há variações enormes no valor econômico de diferentes projetos de pesquisa patrocinados pelo governo, embora eles possam ser basicamente semelhantes em sua importância no que diz respeito aos benefícios para os esforços de defesa. O

exemplo teórico a seguir pode ser útil para demonstrar como os próximos três projetos podem adquirir valores bastante variados para o investidor.

Um desses projetos poderia produzir uma nova e poderosa arma que não tivesse nenhuma aplicação fora do âmbito militar. Os direitos sobre ela seriam de posse governamental e, uma vez inventada, seria suficientemente simples alegar que a empresa que realizou a pesquisa não teria nenhuma vantagem sobre terceiros na licitação de um contrato de produção. Esse trabalho de pesquisa não teria quase valor nenhum para o investidor.

Um segundo possibilitaria produzir a mesma arma, porém a técnica de fabricação poderia ser tão complexa que uma empresa que não tivesse participado do desenvolvimento original teria muita dificuldade ao tentar fabricá-la. Um projeto de pesquisa desse tipo teria um valor moderado para o investidor, já que haveria uma tendência para assegurar uma negociação contínua, embora provavelmente não muito lucrativa, com o governo.

Uma terceira empresa poderia, ainda, projetar a suposta arma e, dessa forma, absorver princípios e aprender novas técnicas diretamente aplicáveis às suas linhas comerciais regulares, o que, presume-se, apresentaria uma margem de lucro maior. Um projeto de pesquisa desse tipo poderia ter um grande valor para o investidor. Algumas das empresas mais visivelmente bem-sucedidas do nosso passado recente têm sido aquelas que demonstram grande talento para desenvolver um trabalho de defesa técnico e complexo, cuja execução lhes fornece um *know-how* custeado pelo governo, que pode ser legitimamente transferido para áreas lucrativas fora do âmbito da defesa e relacionadas às suas atividades comerciais usuais. Essas empresas fornecem ao governo resultados de pesquisas vitais para as autoridades governamentais. Contudo, ao mesmo tempo, elas obtêm mediante um custo baixo, ou absolutamente custo nenhum, os benefícios

referentes para a pesquisa não relacionada à defesa que, de outra forma, elas provavelmente teriam de custear. Tal fator pode muito bem ter sido uma das razões para o sucesso impressionante da Texas Instruments, Inc., que em quatro anos elevou em quase 500% o preço de 5¼, valor pelo qual era negociada quando foi listada pela primeira vez no Mercado de Ações de Nova York em 1953. Esse fator pode também ter contribuído, no mesmo período, para o aumento ainda maior, de 700%, vivido pelos acionistas da Ampex, a partir do momento em que as ações dessa companhia foram oferecidas pela primeira vez ao público no mesmo ano.

Finalmente, ao julgarmos o valor do investimento relativo de organizações de pesquisa empresarial, outro tipo de atividade deve ser avaliado. Trata-se de algo que, em geral, não é considerado absolutamente pesquisa de desenvolvimento – o ramo aparentemente não relacionado da pesquisa de mercado. A pesquisa de mercado pode ser considerada uma ponte entre a pesquisa de desenvolvimento e as vendas. A cúpula administrativa deve permanecer alerta contra a tentação de investir montantes significativos na pesquisa e no desenvolvimento de um produto milagroso ou de um processo que, quando aperfeiçoado, obtém um mercado genuíno, porém pequeno demais para ser lucrativo. Entendo como pequeno demais para ser lucrativo aquele mercado que nunca terá um volume de vendas grande o suficiente para recuperar os gastos com pesquisa, e muito menos possibilitar um lucro considerável ao investidor. Uma pesquisadora de mercado que é capaz de conduzir um trabalho de pesquisa de grande vulto de uma empresa a partir de um projeto que, tecnicamente bem-sucedido, possa recuperar os gastos automaticamente, ou possa atender a um mercado tão amplo compensando três vezes os gastos investidos, pode elevar muito o valor, para os seus acionistas, da força de trabalho científica dessa empresa.

Se medidas quantitativas – tais como despesas anuais com pesquisa ou com o número de funcionários que detêm o *know-how* científico – constituem apenas uma diretriz grosseira e não uma resposta final para sabermos se uma empresa possui um órgão de pesquisa de qualidade, como o investidor cauteloso poderia obter essas informações? Mais uma vez, é surpreendente o que o método “OCL” pode fazer. Quando o investidor médio experimentá-lo, ele provavelmente não acreditará em como uma situação lhe parecerá clara se ele optar por fazer perguntas inteligentes sobre as atividades de pesquisa de uma empresa, de grupos diversificados do *staff* de pesquisa, alguns de dentro da empresa, outros envolvidos com linhas relacionadas a empresas concorrentes em universidades e no governo. Outro método mais simples, e frequentemente considerado válido, seria realizar um estudo detalhado sobre quanto, em vendas unitárias ou em lucros líquidos, tem sido acrescentado a uma companhia por meio dos resultados da sua pesquisadora durante um período específico, tal como os dez anos antecedentes. Uma organização que, com relação ao porte de suas atividades, tenha gerado um bom fluxo de novos produtos lucrativos durante determinado período provavelmente será igualmente produtiva no futuro, desde que continue a operar segundo os mesmos métodos em geral.

QUESTÃO 4 *A empresa possui uma organização em vendas acima da média?*

Em nossa era competitiva, apenas os produtos ou os serviços de algumas poucas empresas são suficientemente destacados para atingir a sua potencialidade máxima em vendas sem ser habilmente comercializados. É a realização das vendas que constitui a principal atividade básica de qualquer tipo de negócio. Sem as vendas, a sobrevivência é impossível.

É a continuidade da comercialização direcionada a clientes satisfeitos com o produto que traça o caminho para o sucesso. Entretanto, por mais estranho que possa parecer, a eficiência relativa das vendas de uma companhia, a propaganda e as organizações distributivas costumam receber muito menos atenção, por parte da maioria dos investidores, mesmo os mais cautelosos, do que a produção, a pesquisa, as finanças e outras importantes subdivisões da atividade corporativa.

Há provavelmente uma boa razão para isso. É relativamente fácil elaborar simples cálculos matemáticos que forneçam algum tipo de orientação sobre a atratividade dos custos de produção de uma empresa, a atividade de pesquisa, ou a estrutura financeira em comparação com seus concorrentes. Torna-se muito mais difícil elaborar cálculos que tenham certa semelhança de significado com relação às vendas e à eficiência da distribuição. Com respeito à pesquisa, já vimos que esses cálculos mais simples são imperfeitos demais, fornecendo-nos apenas os primeiros elementos daquilo que devemos buscar. O seu valor com relação à produção e à estrutura financeira será discutido resumidamente. No entanto, embora esses cálculos possam não merecer o valor que lhes é frequentemente atribuído nos círculos financeiros, o fato é que os investidores, ainda assim, costumam se basear neles. Em decorrência de o trabalho de vendas não se encaixar nesse tipo de fórmula, muitos investidores acabam não realizando essa avaliação, apesar da importância básica de determinar o valor real do investimento.

Mais uma vez, a saída para esse dilema é sustentada pelo uso do método "OCL". De todas as fases da atividade empresarial, nenhuma é considerada mais fácil para obtermos algum aprendizado de fontes externas da companhia do que a eficiência de uma organização de vendas. Tanto os concorrentes como os clientes sabem a resposta. Igualmente

importante, eles raramente hesitam em expressar seus pontos de vista. O tempo gasto pelo investidor cauteloso na investigação dessa questão em geral é bastante compensador.

Dedico menos espaço a essa questão da habilidade de vendas relativa do que dediquei à questão da habilidade de pesquisa relativa. Isso não significa que a considero menos importante. No mundo competitivo dos dias de hoje, muitas coisas são importantes para o sucesso corporativo. Entretanto, a produção destacada, as vendas e a pesquisa podem ser consideradas os três pilares principais sobre os quais esse sucesso é sustentado. Dizer que um é mais importante do que o outro seria o mesmo que dizer que o coração, os pulmões, ou o sistema digestório são órgãos mais importantes para o perfeito funcionamento do corpo humano. Todos são necessários para a sobrevivência, e todos devem funcionar adequadamente para uma saúde vigorosa. Analisemos as empresas que provaram ser investimentos de destaque. Tente encontrar alguma que não possua uma distribuição agressiva e uma organização de vendas em constante processo de aprimoramento.

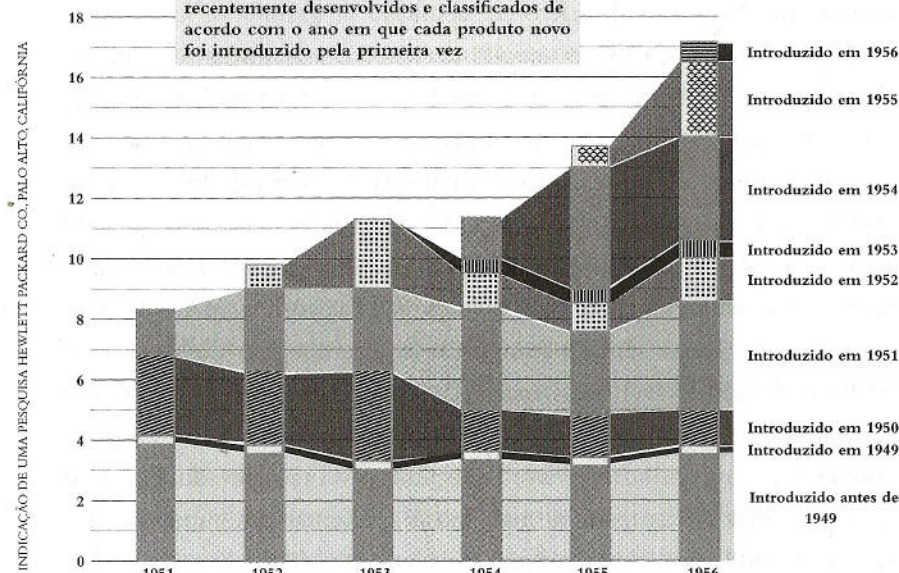
Já me referi à Companhia Dow Química e posso fazê-lo muitas vezes ainda, já que acredito que essa empresa, que tem se mostrado tão compensadora aos seus acionistas, no decorrer dos anos, configura um exemplo claro do investimento conservador ideal em longo prazo. Eis uma empresa que, no consciente popular, é quase um sinônimo da pesquisa bem-sucedida e destacada. No entanto, o que não é muito bem conhecido é o fato de essa empresa selecionar e treinar o seu *staff* comercial com o mesmo cuidado com que lida com os seus químicos na área de pesquisa. Antes de um jovem com grau universitário se tornar um vendedor da Dow Química, ele é convidado a fazer diversas viagens pelo país para que ele e a empresa possam ter certeza de que ele

possui a formação e o temperamento adequados à organização de vendas. Depois disso, antes de ter contato com o seu primeiro cliente potencial, ele deve se submeter a um treinamento especializado, que dura geralmente apenas algumas semanas, mas às vezes continua por mais de um ano, para prepará-lo para as funções de vendas mais complexas. Isso é só o começo do treinamento que ele recebe; boa parte dos esforços intelectuais da empresa é dedicada a buscar e frequentemente encontrar caminhos mais eficientes para a solicitação, a prestação de serviços e a entrega final ao cliente.

Seriam a Dow e as outras companhias destacadas na indústria química as únicas a serem mencionadas quanto à grande atenção dispensada às vendas e à distribuição? Definitivamente não. Em outro setor industrial bastante diferente, a International Business Machines é uma companhia que tem (do ponto de vista conservador) recompensado bastante os seus proprietários. Um executivo da IBM recentemente me disse que o vendedor médio dedica um terço do seu tempo integral ao treinamento em instituições patrocinadas pela empresa! Essa proporção resulta, em grande parte, da tentativa de manter a equipe de vendas lado a lado com a tecnologia em rápida transformação. Contudo, acredito que essa é mais uma indicação quanto ao peso que as empresas de maior sucesso atribuem a aprimorar imediatamente seus recursos de vendas. O lucro único pode ser adquirido numa empresa que, em razão da sua habilidade na produção industrial ou na área de pesquisa, é capaz de conseguir bons negócios sem uma forte organização de distribuição. Essas empresas podem, entretanto, ser bastante vulneráveis. Para um sólido crescimento em longo prazo, a disponibilidade de recursos comerciais consistentes é vital.

FIGURA 3.1

Influência em seis anos de vendas de produtos recentemente desenvolvidos e classificados de acordo com o ano em que cada produto novo foi introduzido pela primeira vez



QUESTÃO 5 A empresa possui uma margem de lucro considerável?

Eis aqui, afinal, um assunto de grande importância que corresponde adequadamente ao tipo de análise matemática que tantas pessoas da área financeira acreditam ser a espinha dorsal das decisões saudáveis sobre investimentos. Do ponto de vista do investidor, as vendas são somente consideráveis quando produzirem, e se produzirem, lucros elevados. Qualquer crescimento de vendas que seja, no mundo todo, não produzirá o tipo correto de veículo de investimento se, com o passar dos anos, os lucros não forem correspondentes. O primeiro passo para examinar os rendimentos é analisar a margem de lucro de uma companhia,

ou seja, determinar o valor unitário de cada centavo de dólar ligado às vendas que é abatido do lucro da operação. A grande variação entre empresas diferentes, mesmo aquelas pertencentes ao mesmo ramo industrial, imediatamente se torna clara. Tal análise deve ser feita não somente por um ano, mas durante vários anos. Depois disso, fica evidente que quase todas as empresas possuem amplas margens de lucro – bem como grandes lucros totais em dólares – durante os anos em que um setor industrial é excepcionalmente próspero. No entanto, fica bastante claro que as empresas marginais, ou seja, aquelas com as menores margens de lucro, quase sempre aumentam as suas margens de lucro num percentual consideravelmente maior, durante os anos prósperos, do que as empresas de custo mais reduzido, cujas margens de lucro também apresentam uma melhora, embora não num nível tão elevado. Esse fato geralmente faz as companhias mais fracas apresentar um aumento percentual considerável dos rendimentos, num ano de sucesso comercial anormal, quando comparadas às empresas mais fortes que atuam no mesmo ramo. Entretanto, deve ainda ser lembrado que esses rendimentos terão um declínio correspondente mais rápido quando a maré dos negócios mudar. Por essa razão, acredito que os maiores lucros de investimento de longo prazo nunca são obtidos com a aplicação de fundos em empresas marginais. A única razão para considerarmos um investimento de longo prazo numa companhia com uma margem de lucro incrivelmente baixa seria a presença de fortes indícios de que uma mudança fundamental viesse a acontecer dentro da empresa. Essa mudança deveria acontecer em decorrência da melhoria das margens de lucro por outras razões que não um volume temporariamente expandido dos negócios. Em outras palavras, a companhia não seria considerada marginal no sentido literal da expressão, já que a verdadeira razão para participar

dos seus lucros seria acreditar que a eficiência ou os novos produtos desenvolvidos dentro da empresa a excluiria da categoria marginal. Quando essas mudanças internas acontecem numa corporação que, em outros aspectos, se qualifica perfeitamente como o tipo certo de investimento em longo prazo, essa empresa pode ser considerada uma aquisição excepcionalmente atraente.

No que diz respeito a companhias maiores e mais velhas, a maioria dos grandes ganhos de investimento tem origem nas empresas que possuem margens de lucro relativamente amplas. Geralmente, elas contam com as melhores margens do seu setor industrial. Com relação a empresas novas, e ocasionalmente as mais velhas, há um desvio importante dessa regra: um desvio, todavia, que em geral é mais aparente do que real. Tais empresas, às vezes, optam deliberadamente por acelerar o crescimento, investindo todo o lucro que elas poderiam obter, ou grande parte dele, em pesquisa ou na promoção de vendas, mais ainda do que costumam fazer. É importante ter absoluta certeza, nesses casos, de que se trata realmente de pesquisa adicional, de promoção de vendas adicional, ou ainda de mais alguma outra atividade adicional, que é financiada nos dias de hoje com a finalidade de se garantir no futuro – ter segurança de que isso caracteriza a verdadeira causa da margem de lucro pequena ou inexistente.

É preciso tomar cuidado e ter certeza de que o volume das atividades creditadas com a redução da margem de lucro não constitui simplesmente o volume dessas atividades, necessário para um bom nível de crescimento, mas, na verdade, representa um número ainda maior de pesquisa, de promoção de vendas etc. do que o número apresentado. Quando isso ocorre, a companhia de pesquisa com uma margem de lucro aparentemente pobre pode se tornar um investimento excepcionalmente atraente. Entretanto, com exceção das empresas desse tipo, nas quais a

baixa margem de lucro é deliberadamente arquitetada com a finalidade de acelerar demais a taxa de crescimento, os investidores que desejem rendimentos máximos ao longo dos anos devem ficar longe de empresas marginais ou com baixas margens de lucro.

QUESTÃO 6 *O que a empresa faz para manter ou melhorar as margens de lucro?*

O sucesso na compra de ações não depende do que geralmente se sabe sobre a companhia no momento em que as ações são adquiridas. Na verdade, depende do que passamos a saber sobre elas depois que as ações são adquiridas. Portanto, não são as margens de lucro do passado, mas as do futuro, que são basicamente importantes para o investidor.

Na era em que vivemos, parece existir uma ameaça constante às margens de lucro. Os custos sobre os salários e as remunerações aumentam a cada ano. Muitas empresas, atualmente, contam com contratos de trabalho de longo prazo, exigindo aumentos ainda maiores, por diversos períodos anuais subsequentes. O aumento sobre os custos trabalhistas resulta em aumentos correspondentes na matéria-prima e nos bens de consumo. A tendência dos índices tributários, especificamente no mercado imobiliário e nos impostos locais, também parece ser de um aumento incessante. Nesse cenário, diferentes empresas terão diferentes resultados nas tendências das suas margens de lucro. Algumas empresas se encontram numa posição aparentemente confortável apenas mantendo suas margens de lucro por meio do aumento dos preços. Geralmente, isso se deve ao fato de essas empresas estarem inseridas num setor industrial cuja demanda pelos seus produtos é extremamente forte, ou de os preços de venda dos produtos concorrentes no mercado aumentarem ainda mais do que os seus. Na nossa economia, entretanto, manter ou otimizar as

margens de lucro dessa maneira em geral acaba sendo uma questão relativamente temporária. Isso se deve à criação da capacidade de produção competitiva adicional. Essa nova capacidade se sobrepõe suficientemente ao aumento do rendimento para que, em tempo, os aumentos dos custos não sejam mais repassados como aumentos de preços. As margens de lucro, portanto, começam a encolher.

Um exemplo surpreendente disso é a mudança brusca que ocorreu no outono de 1956, quando o mercado do alumínio passou, em poucas semanas, da condição de produto de oferta reduzida para a situação de um produto de concorrência comercial agressiva. Anteriormente, os preços do alumínio aumentavam junto com os custos. A menos que a demanda pelo produto cresça ainda mais rápido do que as facilidades para a produção, os aumentos de preço futuros serão mais lentos. De maneira semelhante, o desinteresse persistente de alguns dos maiores produtores de aço em aumentar os preços no mercado de certos tipos de produtos escassos derivados dessa matéria-prima pode, em parte, refletir o pensamento, em longo prazo, sobre a natureza temporária das amplas margens de lucro que decorrem simplesmente da habilidade de repassar gastos elevados para preços de venda elevados.

O perigo diante do exposto, em longo prazo, talvez possa ser mais bem ilustrado pelo que aconteceu com os produtores de cobre, líderes no mercado, durante o segundo semestre do mesmo ano de 1956. Essas companhias fizeram uso de consideráveis restrições, chegando a ponto de vender por valores abaixo do nível mundial numa tentativa de evitar o aumento excessivo dos preços. Não obstante, o cobre aumentou bastante, restringindo a demanda e provocando uma oferta maior. Agravada pelo cerceamento do consumo ocidental europeu, provocado pelo fechamento do Canal de Suez, a situação se desequilibrou. É provável que as margens

de lucro de 1957 pudessem ter sido consideradas notoriamente mais escassas, caso as de 1956 não tivessem sido tão boas. Quando as margens de lucro de uma empresa sobem em decorrência de aumentos de preço repetitivos, a indicação não é boa para um investidor em longo prazo.

Por outro lado, algumas companhias, incluindo empresas dentro do mesmo setor industrial, tentam melhorar as suas margens de lucro por outros meios mais criativos em vez de simplesmente aumentar os preços. Algumas empresas têm êxito ao manter o aumento de capital ou os setores de engenharia de produtos. A única função desses setores é projetar novos equipamentos que deverão reduzir custos e, dessa forma, compensar, mesmo que parcialmente, a tendência de aumento dos salários. Muitas empresas estão sempre reavaliando procedimentos e métodos para ver quanto as economias podem caminhar. O trabalho da contabilidade e do manuseio da escrituração tem sido um campo especialmente fértil para esse tipo de atividade. O mesmo ocorre no setor de transportes. As despesas de embarque têm aumentado mais do que a maioria das despesas em geral, por causa do percentual maior dos custos trabalhistas na maioria dos meios de transporte, em comparação com a maioria dos setores de produtos industrializados. A utilização de novos tipos de contêineres, meios e veículos de transporte outrora não usados, e até mesmo a armazenagem em fábricas, para evitar possíveis danos durante o transporte, tem cortado alguns gastos para as companhias mais atentas.

Nada disso pode ser realizado num só dia. Essas medidas exigem um estudo detalhado e um planejamento adequado. O investidor de visão deve estar atento à criatividade do trabalho que deve ser realizado com novas ideias para reduzir os gastos e melhorar as margens de lucro. Aqui, o método "OCL" pode ser valioso, porém bem menos do que a investigação direta do *staff* da empresa. Felizmente, essa é uma área bastante

discutida entre a maioria dos executivos. As companhias que realizam um trabalho mais bem-sucedido nessa linha no presente são provavelmente aquelas que construíram a organização com um *know-how* especializado para continuar edificando algo de sólido no futuro. Elas podem, muito provavelmente, ser encaixadas num grupo que oferece a melhor compensação em longo prazo aos seus acionistas.

QUESTÃO 7 *A empresa possui boas relações (trabalhistas) com o seu quadro de pessoal?*

Muitos investidores podem não ver com bons olhos os lucros provenientes de boas relações trabalhistas. Poucos deles deixam de reconhecer o impacto das más relações no trabalho. Os efeitos das greves prolongadas e frequentes são óbvios a qualquer um que faça até mesmo uma revisão precipitada e superficial dos registros financeiros de uma empresa.

Entretanto, a diferença no nível de lucratividade entre uma companhia com boas relações no seu quadro de funcionários e outra com relações pessoais medíocres é muito maior do que o custo direto das greves. Quando os trabalhadores sentem-se tratados de maneira justa pelo seu empregador, é criado um cenário em que a liderança eficiente pode realizar muitas ações para aumentar a produtividade por trabalhador. Além disso, há sempre um custo considerável no treinamento de cada funcionário novo. Essas empresas com uma rotatividade anormal de pessoal possuem, dessa forma, uma despesa desnecessária, evitada por companhias mais bem administradas.

No entanto, como o investidor poderia julgar adequadamente a qualidade de trabalho de uma companhia e as suas relações no seu quadro de pessoal? Não existe uma resposta simples. Não há nenhuma

medida estabelecida que possa ser aplicada em todos os casos. O melhor a ser feito é observar uma série de fatores e, dessa forma, julgar pela conclusão alcançada.

Nos dias de hoje, de ampla sindicalização, essas empresas que ainda não têm nenhum sindicato ou associação corporativa possuem também, provavelmente, trabalho e relações de funcionalismo bem acima da média. Se não fosse assim, os sindicatos as teriam incorporado há muito tempo. O investidor pode ter certeza, por exemplo, de que a Motorola, situada na cidade altamente sindicalizada de Chicago, e a Texas Instruments, Inc., situada na cidade de Dallas, que se encontra em crescente processo de sindicalização, convenceram pelo menos grande parte da sua população economicamente ativa sobre os reais objetivos da empresa e a habilidade em tratar bem os seus funcionários. A falta de associação a um sindicato internacional somente pode ser explicada por políticas de funcionalismo bem-sucedidas em exemplos desse tipo.

Por outro lado, a sindicalização não constitui, de modo algum, um sinal de relações trabalhistas enfraquecidas. Algumas empresas com as melhores relações trabalhistas são totalmente sindicalizadas, mas aprenderam a lidar com os seus sindicatos num grau razoável de respeito mútuo e confiança. De maneira semelhante, enquanto a constatação de greves frequentes e prolongadas constitui uma boa indicação de más relações trabalhistas, a ausência completa de greves não representa necessariamente um sinal fundamental de boas relações. Às vezes, a companhia que nunca entra em greve lembra o exemplo do marido comandado pela esposa. A ausência de conflitos pode não refletir basicamente um relacionamento feliz em decorrência do temor das consequências desses conflitos.

Por que os trabalhadores, em geral, demonstram uma lealdade incommum para com algum empregador em especial e se sentem ressentidos

com relação a outros? As razões são frequentemente tão complexas e difíceis de ser identificadas que, na maioria das vezes, é melhor o investidor se preocupar mais em analisar os dados comparativos que demonstram o sentimento dos trabalhadores em relação aos seus empregadores, do que tentar investigar a razão pela qual eles se sentem assim. Uma série de números que indicam a qualidade subjacente das políticas de trabalho e de funcionalismo é a rotatividade da força de trabalho numa companhia, em comparação com outra, numa mesma área de atuação específica. Bastante relevante, ainda, é identificar o número de candidatos interessados em determinadas vagas numa empresa, em comparação com outras empresas na mesma localidade. Numa área de atuação em que não há uma oferta excessiva de empregos, as empresas que contam com uma lista excepcionalmente extensa de profissionais tentando entrar no seu quadro de pessoal constituem geralmente opções atraentes para o mercado de investimentos do ponto de vista das boas relações profissionais e de trabalho.

Não obstante, além desses números genéricos há alguns detalhes específicos que o investidor pode identificar. As empresas que contam com boas relações de trabalho em geral são aquelas que fazem o possível para solucionar conflitos rapidamente. Os pequenos conflitos individuais que demoram muito para ser solucionados e são ignorados pela direção são aqueles que começam com uma pequena faísca e incandescem com maior intensidade depois. Além de avaliar os métodos disponíveis para a solução de conflitos, o investidor pode dispensar atenção especial às escalas de níveis salariais. A empresa que auferir lucros acima da média e paga salários acima da média para determinada área de atuação em que está situada provavelmente tem boas relações de trabalho. Aquele que investe numa situação, na qual grande parte dos rendimentos provém de salários

abaixo da média, em determinada área de atuação, pode ter de enfrentar sérios problemas no futuro.

Enfim, o investidor deve ter sensibilidade para a posição da diretoria de cúpula no que diz respeito aos seus funcionários. Por baixo das generalidades bem-intencionadas, algumas administrações pouco se importam ou se interessam por seus funcionários comuns. A sua preocupação principal é que nenhuma participação maior sobre as suas vendas chegue ao baixo escalão de funcionários, driblando a pressão exercida pelo sindicalismo militante. Os trabalhadores são facilmente contratados ou dispensados em massa, dependendo das pequenas mudanças na previsão de vendas da empresa ou da sua projeção de lucros. Não existe, na verdade, nenhum sentimento de responsabilidade pelos danos que podem ser causados aos funcionários e às suas famílias. Nada, absolutamente, é realizado para fazer os funcionários comuns de uma empresa se sentir queridos, necessários ou participantes do empreendimento em geral. Nada, absolutamente, é feito visando fortalecer a dignidade do trabalhador individual. Administrações com esse perfil não constituem, geralmente, o melhor cenário para o investimento ideal.

QUESTÃO 8 *A empresa conta com boas relações com seus executivos?*

Se é importante ter um bom relacionamento com os funcionários de escalão inferior, criar um clima adequado na cúpula executiva chega a ser vital. Esses são os homens cujo julgamento, criatividade e trabalho de equipe, com o tempo, deverão decidir o destino de qualquer empreendimento. Pelo fato de defenderem altos interesses, a tensão no trabalho é muito grande. No mesmo sentido, há a possibilidade de que a tensão ou o ressentimento crie condições para que os

indivíduos mais talentosos da alta cúpula executiva, ou optem por não permanecer mais na companhia ou passem a produzir abaixo do seu limite máximo, caso decidam permanecer.

A empresa que oferece grandes oportunidades de investimento é aquela na qual existe um clima empresarial executivo agradável. Os executivos terão confiança no seu presidente ou no seu líder empresarial. Isso significa, entre outras coisas, que desde os níveis mais inferiores até os níveis mais elevados da hierarquia empresarial existe a sensação de que as promoções são baseadas na habilidade e não na facciosidade. Uma família que dirige uma organização não é promovida segundo a linguagem dos homens mais competentes. Os ajustes salariais são revistos regularmente para que os executivos possam fazer os aumentos de mérito ser concedidos sem ter de ser exigidos. Os salários devem estar, pelo menos, alinhados com os padrões do setor industrial da localidade. A administração deve somente recorrer a candidatos externos para o preenchimento de alguma vaga caso não encontre nenhum funcionário, dentro da companhia, que possa ser promovido para exercer a função vacante. A cúpula administrativa deve reconhecer que, onde quer que haja seres humanos trabalhando juntos, sempre haverá certo nível de facciosidade e conflito; entretanto, não deve tolerar aqueles que se recusam a cooperar com o trabalho em equipe, de modo que a facciosidade e o conflito devem ser reduzidos ao mínimo. Grande parte desse conhecimento o investidor geralmente pode obter sem muito questionamento direto, por meio da troca de ideias sobre a companhia com alguns executivos de diferentes graus de responsabilidade. Quanto mais distante uma empresa se coloca desses critérios, menor a chance de ser considerada uma fonte de bons investimentos.

QUESTÃO 9 *A empresa conta com certa "profundidade" com relação à sua gestão?*

Uma pequena empresa pode ir extremamente bem e, se outros fatores derem certo, proporcionar um investimento magnífico por muitos anos sob a administração competente de um único homem. Todavia, os seres humanos não são eternos e, mesmo nas empresas menores, o investidor deve ter ideia do que fazer para impedir um desastre corporativo caso o homem-chave não esteja mais disponível. Atualmente, esse risco de investimento perante uma pequena empresa de destaque não é tão grande como parece, levando-se em conta a tendência recente das grandes empresas, com considerável talento administrativo, de comprar as corporações de menor porte.

Todavia, as empresas dignas do interesse de investimento por parte do investidor são aquelas que continuarão a crescer. Mais cedo ou mais tarde, uma companhia alcança determinado nível em que ela não é mais capaz de aproveitar as oportunidades ou usufruir as vantagens se não desenvolver um talento executivo com certa intensidade. Essa questão varia entre as empresas, dependendo da indústria em cuja área de atuação ela esteja engajada e da habilidade de gerenciamento do seu líder empresarial. Isso geralmente ocorre quando o total de vendas anual atinge determinado nível entre US\$ 15 e 40 milhões. Contar com um clima executivo adequado, conforme discutido na *Questão 8*, torna-se um fator de investimento essencial nesse momento.

Os pontos discutidos na *Questão 8* são obviamente necessários para o desenvolvimento do gerenciamento de qualidade. Entretanto, essa gestão não se desenvolverá, a menos que certas políticas adicionais também sejam efetivadas. O mais importante de tudo isso é a delegação de autoridade. Se desde a cúpula até a base da pirâmide hierárquica cada nível

executivo específico não puder dispor de plena autoridade para desempenhar suas funções de forma criativa e eficiente, conforme permite a habilidade de cada indivíduo, o aparato executivo de qualidade passa a ser como um grupo aprisionado sem poder se expandir. Eles se tornam incapazes de desenvolver as suas faculdades por não terem oportunidades suficientes para utilizá-las.

As organizações em que a nata administrativa interfere pessoalmente e tenta controlar problemas da rotina diária dificilmente são consideradas instituições atraentes na área dos investimentos. O rompimento das linhas de autoridade que a própria administração estabeleceu frequentemente resulta na redução significativa do potencial de investimento por parte de executivos bem-intencionados nas empresas geridas por eles. Não importa quanto sejam competentes, um ou dois membros da chefia, na gestão desses detalhes, pois quando uma corporação atinge determinado grau esses executivos passam a ter problemas nas duas frentes. Uma quantidade excessiva de detalhes, a partir desse momento, já terá surgido para eles administrarem. Pessoas capazes não são treinadas para lidar com o crescimento que ainda está por vir.

Outro aspecto merece a atenção do investidor ao julgar a qualidade de gerenciamento de uma companhia. A administração de cúpula aceita e avalia sugestões do seu quadro de pessoal mesmo que, às vezes, essas sugestões venham carregadas de críticas adversas das práticas administrativas correntes? O mundo dos negócios atual é tão competitivo, e a necessidade de aprimoramento e de mudanças é tão grande, que se o orgulho ou a indiferença impedirem a administração de cúpula de explorar o que frequentemente é descoberto, como uma verdadeira mina de ouro de ideias válidas, o clima de investimento resultante provavelmente não será o melhor para o investidor. No mesmo sentido, esse

ambiente profissional também não propicia o desenvolvimento a um número crescente de executivos jovens necessários às empresas em geral.

QUESTÃO 10 *Quão boa é a autoanálise de custos da empresa e o seu controle contábil?*

Nenhuma empresa é capaz de manter o sucesso contínuo por um longo período se não puder analisar seus custos gerais de maneira apurada e detalhada para demonstrar o custo de cada etapa do seu processo operacional. Somente assim a administração pode saber o que mais exige a sua atenção e julgar se está solucionando adequadamente cada problema que não necessita da sua atenção em especial. Além disso, a maioria das empresas bem-sucedidas produz não apenas um, mas uma diversificada variedade de produtos. Se a administração não tiver um conhecimento preciso do custo real de cada produto, com relação aos demais, ela estará numa posição de extrema deficiência. É praticamente impossível estabelecer políticas de preços que assegurem o lucro geral máximo a ser obtido em comparação à concorrência desestimuladora e inadequada. Não há como saber quais produtos merecem estímulos de venda e promoções especiais. Pior do que isso, algumas atividades aparentemente bem-sucedidas podem, na verdade, estar operando com prejuízo e, sem o conhecimento da administração, podem estar decrescendo ao invés de acrescentar valores no total geral dos lucros. O planejamento inteligente acaba sendo praticamente impossível.

Apesar da importância do controle contábil em termos de investimento, é apenas em casos de extrema ineficiência que o investidor cauteloso geralmente obtém um retrato exato do *status* da contabilidade de custos e outras atividades correlatas de uma companhia na qual ele pretende investir. É nessa esfera que o método "OCL" revela,

às vezes, a empresa realmente deficiente. Ele dificilmente dará alguma indicação melhor do que essa. A investigação direta sobre o quadro de funcionários da empresa costuma resultar numa resposta sincera de que os dados sobre os custos são totalmente adequados. Um relatório detalhado em geral é apresentado para comprovar essa informação. Entretanto, não é tanto a existência de números detalhados, mas sua comprovação de exatidão relativa, que é importante. O melhor que o investidor cauteloso pode fazer, nesse caso, é reconhecer tanto a importância do assunto como as suas próprias limitações ao fazer uma avaliação confiável da sua decisão. Dentro dessas limitações, ele quase sempre chega à conclusão geral de que uma companhia, bem acima da média em muitos outros aspectos da habilidade nos negócios, provavelmente estará acima da média nesse campo também, desde que a administração superior possa compreender a importância básica do controle contábil especializado e da análise de custos.

QUESTÃO 11 *Há outros aspectos dos negócios da empresa, peculiares ao segmento de atuação envolvido, que possam dar ao investidor dicas importantes sobre como a empresa pode sobressair com relação à competitividade?*

Por definição, essa é uma pergunta abrangente. Isso se deve ao fato de questões desse tipo em geral diferirem consideravelmente umas das outras – algumas delas, que são de grande importância em alguns aspectos dos negócios, podem, às vezes, ser de pouca ou nenhuma importância em outros. Por exemplo, nas operações mais importantes que envolvem o comércio varejista, o grau de habilidade que uma empresa detém no trato de questões ligadas a bens imóveis – a qualidade das suas instalações arrendadas, por exemplo – é de grande valor.

Em muitas outras ramificações da atividade comercial, um elevado grau de habilidade nesse aspecto não é considerado tão importante. No mesmo sentido, a habilidade relativa com a qual uma empresa manuseia os seus créditos é essencial para algumas empresas, e menos significativa ou insignificante para outras. Em ambos os casos, nosso velho amigo, o método "OCL", geralmente proporciona ao investidor um quadro bastante esclarecedor. Frequentemente, suas conclusões podem ser constatadas pela comparação a cálculos matemáticos, tais como custos de arrendamento comparativo em vendas unitárias, ou pela proporção da perda de crédito, caso a questão seja relevante para garantir um estudo cauteloso.

Numa série de ramificações do mundo dos negócios, as despesas com seguro de cobertura total acrescentam um percentual significativo às vendas. Às vezes, esse fator é tão importante que uma companhia, digamos, com um custo de seguro total 35% mais baixo que o do seu concorrente de mesmo porte terá uma margem de lucro mais ampla. Nos setores industriais, em que o seguro é um fator suficientemente considerável, a ponto de afetar os ganhos, um estudo dessa proporção e uma discussão sobre ela com especialistas da área podem ser bastante compensadores para o investidor. Esse estudo fornece uma verificação suplementar e indicativa para sabermos o desempenho de uma administração em especial. Isso se deve ao fato de os custos baixos com seguro não decorrerem apenas de uma habilidade maior em lidar com esse assunto, na mesma intensidade, por exemplo, que a habilidade em lidar com bens imóveis resulta em custos de arrendamento médios mais baixos. Pelo contrário, eles são o reflexo da habilidade geral de lidar com o seu *staff*, o seu estoque e o seu ativo fixo, visando reduzir possíveis gastos com acidentes, perdas, danos e demais despesas, reduzindo esses custos.

Um índice de despesas com seguro, relativo à sua cobertura obtida, indica claramente quais são as empresas bem administradas em determinada área de atuação.

As patentes configuram outra questão cujo significado varia de uma empresa para outra. Em grandes empresas, uma posição fortalecida com relação a patentes em geral é uma indicação de potencial adicional. Ela geralmente acaba bloqueando certas subdivisões das atividades empresariais a partir da intensa concorrência que pode prevalecer. Esse fato normalmente possibilita margens de lucro mais amplas a esses segmentos das linhas de produto da empresa. Consequentemente, esse fato tende a ampliar a média da linha de produtos como um todo. No mesmo sentido, a posição privilegiada das patentes pode, às vezes, proporcionar a uma empresa direitos exclusivos sobre o modo de produção mais fácil ou mais econômico para a fabricação de determinado produto. Os concorrentes devem percorrer um longo caminho para chegar ao mesmo lugar, proporcionando ao proprietário da patente uma vantagem competitiva tangível embora frequentemente pequena.

Na nossa era de difundido *know-how* técnico, as grandes empresas não podem usufruir mais do que uma pequena parcela das suas atividades em áreas protegidas pelas patentes. Entretanto, as patentes geralmente bloqueiam alguns caminhos para alcançar um mesmo resultado. Por essa razão, muitas empresas de grande porte não pretendem eliminar a concorrência por meio do instituto jurídico da patente e, mediante o pagamento de taxas relativamente modestas, firmam contratos de uso de patentes com os seus concorrentes, esperando em troca o mesmo tratamento dos seus licenciados. Fatores como a produção de *know-how*, vendas e serviços, organização, clientela e conhecimento sobre os problemas dos clientes dependem de muitas outras coisas além

das patentes para a manutenção de uma posição competitiva. Na verdade, quando grandes empresas dependem basicamente da proteção do uso de patentes para a manutenção da sua margem de lucro, isso é considerado muito mais um sinal de fragilidade no campo dos investimentos do que propriamente de força. As patentes não são eternas. Quando a sua proteção jurídica deixa de existir, os lucros da empresa podem ser comprometidos.

Uma nova empresa em fase de desenvolvimento do seu processo de produção, de vendas, de organização dos seus serviços, e numa fase inicial de fortalecimento da confiança de seus clientes, encontra-se numa posição bastante diferente. Sem a proteção das patentes, seus produtos correm o risco de ser copiados por empresas maiores que podem utilizar os seus canais já estabelecidos no relacionamento com os clientes, excluindo do mercado a pequena e jovem concorrente. Para as pequenas empresas, nos primeiros anos de marketing de produtos e serviços, o investidor deve, portanto, estudar cuidadosamente a situação das patentes. Ele deve coletar informações de fontes qualificadas para avaliar a extensão real dessa proteção. Uma coisa é obter uma patente como um recurso de produção. Outra, bastante diferente, é obter a proteção segura que impeça terceiros de usar essa patente de forma ligeiramente diversa. Entretanto, mesmo nesse caso, a engenharia que visa sempre aperfeiçoar o produto pode se mostrar consideravelmente mais vantajosa do que a mera proteção estática concedida à patente.

Por exemplo, há alguns anos, quando era uma organização bem menor do que é hoje, um jovem fabricante de eletrônicos da Costa Oeste teve grande sucesso com um produto novo. Um dos gigantes da indústria realizou o que definiram ser uma "cópia chinesa" do produto e o registrou sob o seu conhecido nome comercial. Segundo um jovem

engenheiro da companhia, esse grande concorrente havia conseguido estruturar todos os pequenos erros de engenharia da empresa num único modelo junto com os seus pontos positivos. O modelo criado pela grande companhia surgiu exatamente no mesmo momento em que o pequeno fabricante havia introduzido o seu modelo aperfeiçoado, com a exclusão dos seus pontos negativos. Com um produto incapaz de vender, a grande empresa se retirou do mercado. Como tem sido constatado muitas vezes, até os dias de hoje, é a liderança constante da engenharia, e não das patentes, que constitui a fonte básica de proteção. O investidor deve ser, pelo menos, suficientemente cauteloso para não superestimar a proteção das patentes, reconhecendo o seu significado naqueles locais onde esse fator possa ser primordial na avaliação da atratividade de um investimento vantajoso.

QUESTÃO 12 *A empresa possui uma estratégia de curto ou de longo prazo em relação aos lucros e resultados?*

Algumas empresas conduzem os seus negócios visando obter os maiores lucros possíveis de imediato. Outras, deliberadamente, limitam os lucros imediatos máximos para adquirir confiança e, dessa forma, obter lucros gerais melhores em alguns anos. O tratamento aos clientes e aos vendedores nos dá frequentes exemplos disso. Uma empresa, constantemente, faz os melhores acordos possíveis com os seus fornecedores. Outra, às vezes, pode pagar um valor acima do estipulado contratualmente a um vendedor que tem despesas inesperadas ao fazer entregas, pois ela pretende ter a certeza de contar com uma fonte dependente de matéria-prima ou de componentes de alta qualidade disponíveis quando o mercado mudar e o abastecimento se tornar extremamente

necessário. A diferença no tratamento aos clientes é igualmente notória. A empresa que enfrenta problemas, e arca com despesas especiais para atender às necessidades de um cliente regular que se encontra numa situação inesperada, pode apresentar lucros menores numa transação específica, porém auferir lucros bem maiores ao longo dos anos.

O método "OCL" geralmente reflete com clareza essas diferenças nas políticas empresariais. O investidor que deseja resultados máximos deve beneficiar as empresas com um perfil real de longo prazo no que diz respeito aos lucros.

QUESTÃO 13 Será que, num futuro previsível, o crescimento da empresa exigirá uma parcela maior para investimentos sobre os resumos financeiros positivos a ponto de diminuir a distribuição de dividendos provenientes desse crescimento antecipado?

Um livro típico sobre investimentos costuma dedicar tanto espaço à discussão sobre a disponibilidade monetária da companhia, sobre a estrutura da sociedade por ações, sobre o percentual de capitalização em várias classes de títulos de crédito etc. que muitos podem questionar por que esses aspectos puramente financeiros ocupariam o espaço de apenas um tópico dentre os quinze apresentados. A razão é o esforço básico deste livro de afirmar que o investidor inteligente não deve adquirir ações simplesmente por serem baratas, mas apenas se forem promissoras para a aquisição de um lucro considerável.

Apenas um pequeno percentual do total das companhias, em geral, se qualifica satisfatoriamente para o preenchimento de todos, ou de quase todos, os requisitos contidos nos outros catorze tópicos enumerados nesta discussão. Qualquer empresa qualificada pode contrair empréstimos com facilidade, pelas taxas de mercado correspondentes ao

porte da sua organização, até o percentual máximo de débito aceito para o tipo de negócio específico. Se tal empresa necessitar de mais dinheiro, além do limite máximo de débito estipulado — sempre levando em consideração, é claro, que a sua qualificação se refere a um crescimento de vendas adicional, às margens de lucro, à administração gerencial, à pesquisa e às demais questões que ora analisamos —, ela poderia, ainda, levantar um montante excedente, por um valor específico, já que os investidores estão sempre ansiosos por participar de empreendimentos desse tipo.

Portanto, se o investimento for limitado a situações excepcionais, o que realmente importa é sabermos se o dinheiro em caixa da empresa, mais a capacidade de endividamento adicional, é suficiente para assumir o capital necessário e explorar os prospectos dos anos subsequentes. Em caso positivo, e se a empresa desejar contrair o empréstimo no limite da prudência, o investidor em ações não precisará se preocupar com o futuro mais distante. Após o investidor ter analisado adequadamente a situação, qualquer participação no capital social que possa ser efetuada alguns anos mais tarde terá valores bem mais elevados do que os dos níveis atuais, de modo que ele não precisa se preocupar. Isso ocorre porque o financiamento num período próximo terá produzido um aumento suficiente dos rendimentos, num momento em que o financiamento adicional ainda será necessário nos anos seguintes, levando as ações a um nível de preços substancialmente mais elevado.

Todavia, caso esse poder de endividamento não seja suficiente no momento, a participação no capital social será necessária. Nesse caso, a atratividade do investimento dependerá de cálculos cautelosos de quanto a diluição que resulta do grande número de ações promissoras se converterá em benefícios para o acionista atual comum que, por sua vez,

resultarão do aumento dos rendimentos que esse financiamento possibilitou. Essa diluição do patrimônio líquido é matematicamente calculável quando ela ocorre por meio da emissão de títulos privilegiados com características de conversão, exatamente como ocorre com a emissão direta de ações. Isso se dá porque essas características de conversão são usualmente praticadas num nível moderado, acima do valor de mercado no momento da sua emissão – geralmente de 10% a 20%. Como o investidor nunca deve se interessar por pequenos ganhos de 10% a 20%, mas por rendimentos que, após alguns anos, se aproximem de um total em torno de dez a cem vezes esse montante, o valor da conversão pode normalmente ser ignorado e a diluição ser calculada com a base de conversão completa da nova emissão privilegiada. Em outras palavras, deve-se assegurar que todas as emissões privilegiadas conversíveis tenham sido convertidas e todas as garantias, opções etc. tenham sido exercidas ao calcular o número real de ações promissoras.

Se a participação no capital social acontecer no decorrer de vários anos, a partir do momento da compra das ações, e se essa participação no capital proporcionar aos acionistas apenas um pequeno aumento nos rendimentos participativos subsequentes, somente uma conclusão é justificável. Essa conclusão é que a companhia possui uma administração de julgamento financeiro bastante pobre para fazer as ações se tornar indesejáveis para um investimento que valha a pena. A menos que essa situação prevaleça, o investidor não precisa se sentir desestimulado por considerações puramente financeiras que o impeçam de usufruir uma situação que, em razão da grande importância dos demais tópicos apresentados, pode lhe ser promissora. Por outro lado, do ponto de vista da intenção de obter lucros máximos, com o passar dos anos, o investidor nunca deve entrar numa situação que apresente uma qualificação

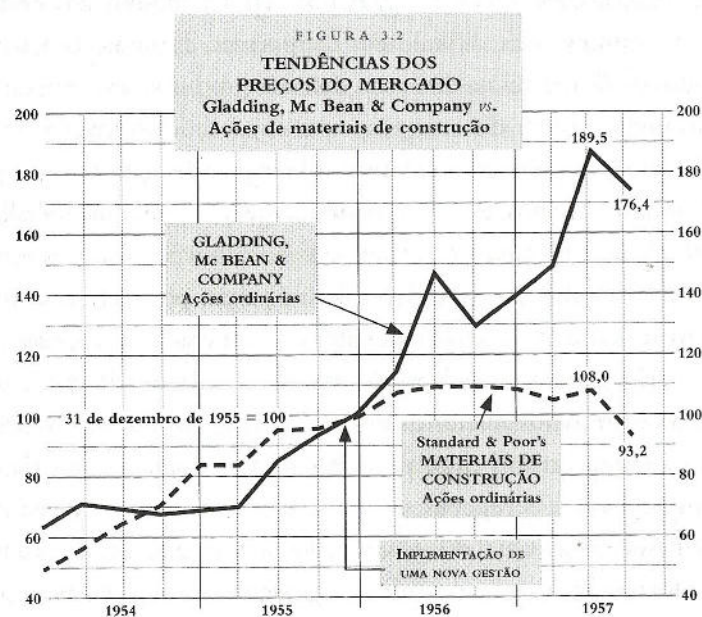
insuficiente com relação aos demais catorze tópicos enumerados, simplesmente por causa do grande potencial financeiro ou da situação de caixa de uma corporação.

QUESTÃO 14 A empresa fala abertamente com os investidores sobre os seus negócios quando as coisas vão bem, mas “se fecha” em situações conturbadas e diante de decepções?

É da natureza dos negócios que, mesmo nas empresas mais bem administradas, dificuldades inesperadas, diminuição dos lucros e períodos desfavoráveis na demanda dos seus produtos ocorram de tempos em tempos. Além disso, as empresas cujas ações o investidor deve adquirir para que possa eventualmente obter grandes ganhos são aquelas que, ao longo dos anos, estão constantemente, por meio do trabalho da pesquisa técnica, tentando conceber e vender novos produtos e novos processos. Pela lei da probabilidade, algumas delas possivelmente fracassarão financeiramente. Outras terão atrasos inesperados e despesas enormes no período inicial de adaptação das suas instalações. Durante meses contínuos, esses gastos adicionais e fora do orçamento devem arruinar a previsão de lucros mais bem elaborada para a atividade como um todo. Esses imprevistos e decepções são inevitáveis até mesmo nas empresas mais bem-sucedidas. Quando solucionados adequadamente e com bom-senso, eles passam a ser apenas um dos preços a serem pagos pelo sucesso. Eles representam muito mais um sinal de força do que de fraqueza dentro de uma empresa.

O modo como a diretoria administrativa reage diante desses problemas pode ser uma dica valiosa para o investidor. A diretoria administrativa que não fala tão abertamente em situações difíceis como em situações

prósperas geralmente “se fecha” em decorrência de uma ou diversas razões significativas. Essa diretoria pode não ter um programa elaborado para solucionar imprevistos. Ela pode, também, estar atemorizada com a situação, ou ainda não contar com um senso adequado de responsabilidade perante seus acionistas, não vendo nenhuma razão para reportar qualquer fato que não faça parte do expediente usual naquele momento. Em qualquer hipótese, o investidor deve excluir dos seus investimentos toda companhia que venha a omitir ou reter as más notícias.



QUESTÃO 15 A empresa conta com uma diretoria de integridade inquestionável?

A diretoria de uma empresa tem sempre um contato mais estreito com o ativo da companhia do que os seus acionistas. Sem

desrespeitar nenhuma lei, as maneiras pelas quais aqueles que mantêm o controle dos negócios podem se beneficiar e beneficiar seus familiares à custa do acionista comum são quase infinitas. Uma delas é se colocar – sem mencionar seus filhos ou parentes – na folha de pagamento, com salários bem acima do valor merecido pelo trabalho realizado. Outra maneira é vender ou alugar bens de sua propriedade à corporação acima dos valores de mercado. Entre as companhias menores isso é, às vezes, difícil de detectar, já que as famílias controladoras ou seus principais representantes, às vezes, compram e alugam bens imóveis a essas mesmas companhias – não para fins de lucro desonesto, mas com base num desejo sincero de liberar capital de giro limitado para outros objetivos da corporação.

Outra maneira de os administradores enriquecerem é conseguir com que os vendedores da empresa operem por meio de determinados escritórios de corretagem que pouco ou nada fazem para obter as taxas de corretagem contratadas e geralmente são de propriedade de amigos ou parentes desses administradores. Provavelmente, o fator mais oneroso de todos sobre o investidor é o abuso por parte dos administradores da companhia do seu poder de emitir ações. Eles são capazes de corromper esse sistema legítimo, que visa compensar uma administração competente, emitindo para eles mesmos grandes quantidades de ações, o que um indivíduo não muito esclarecido diante da situação pode acreditar ser uma compensação justa por serviços prestados.

Há somente uma proteção real contra abusos desse tipo. Seria restringir investimentos a empresas cuja administração possua um senso altamente desenvolvido de curadoria e de responsabilidade moral perante os seus acionistas. Eis outro ponto no qual o método “OCL” pode ser bastante útil. Qualquer investimento pode, ainda, ser considerado

interessante se algum requisito contido nos quinze tópicos apresentados não puder ser preenchido, mas haja uma qualificação extremamente elevada em comparação aos demais. No entanto, não importa qual seja a qualificação nos demais requisitos; caso haja algum questionamento sério sobre a falta de um forte senso de gestão administrativa com relação aos acionistas, o investidor não deve considerar a participação na empresa em questão.

O QUE COMPRAR

Aplicando os princípios às suas próprias necessidades

EM GERAL, INVESTIDOR NÃO É UM ESPECIALISTA no campo dos investimentos. Um homem geralmente gasta uma pequena fração do seu tempo ou dos seus esforços intelectuais administrando seus investimentos, em comparação ao tempo que ele costuma dedicar ao seu trabalho. No caso de uma mulher, o tempo e os esforços voltados para os investimentos também são reduzidos quando comparados ao tempo dedicado às suas atividades usuais. Como resultado, o investidor típico costuma reunir um grande número de meias verdades, conceitos equivocados e crenças irrealis que o público, em geral, gradualmente acumula sobre investimentos de sucesso.

Uma das mais divulgadas e menos precisas dessas ideias é o conceito popular sobre quais atitudes são necessárias para que alguém se torne um vencedor no campo dos investimentos. Se uma pesquisa de opinião pública fosse realizada sobre esse assunto, suponho que o quadro de composição de John Q. Public⁴, retratando um especialista dessa área, seria de um indivíduo introvertido, erudito e com uma mentalidade direcionada

⁴ Especialista em investimento.

especificamente para a contabilidade. Esse especialista, acadêmico em investimentos, deveria permanecer sentado no seu escritório, o dia inteiro, num isolamento impenetrável, em meio a uma vasta quantidade de balancetes, extratos dos lucros auferidos pelas empresas e estatísticas comerciais. A partir desse material, o seu profundo conhecimento sobre o assunto e o seu intelecto superior com relação aos números colheriam informações pouco acessíveis ao investidor comum. Esse tipo de estudo enclausurado produziria um conhecimento inestimável sobre a posição de investimentos excepcionais.

Como tantos outros conceitos errôneos bastante divulgados e incorporados, esse retrato mental conta com capacidade suficiente para se tornar bastante perigoso para qualquer um que pretenda adquirir os maiores benefícios do mercado de ações em longo prazo.

Exatamente como apontado na discussão das quinze questões a serem consideradas, caso um vencedor de destaque na área dos investimentos seja contemplado por qualquer outro meio que não seja pura sorte, algumas dessas questões são amplamente determinadas por cálculos matemáticos exatos. Além disso, conforme mencionado no início deste livro, há mais de um método pelo qual um investidor, quando suficientemente habilidoso, pode ganhar algum dinheiro ao longo dos anos e chegar até mesmo a obter um lucro realmente considerável por meio dos investimentos. O objetivo deste livro não é identificar todas as maneiras pelas quais esse lucro pode ser auferido. Antes, sua finalidade é identificar a *melhor* maneira. Entende-se pela melhor maneira o maior lucro total pela menor margem de risco. O tipo de atividade estatística contabilista que o público, em geral, parece visualizar como o âmago do interesse dos investimentos bem-sucedidos, quando bem desempenhada, faz surgir aparentes barganhas. Algumas podem ser

consideradas excelentes. Nos demais casos, podem ocorrer sérios problemas posteriores nos negócios, embora não detectáveis por um mero estudo estatístico; ou seja, em vez de serem simplesmente consideradas ótimas barganhas, elas são, na verdade, a venda por um preço que, em poucos anos, se comprovará bastante elevado.

Enquanto isso, no caso até mesmo da barganha genuína, o grau em que ela é subestimada se mostra, de algum modo, geralmente limitado. O tempo que ela leva para se ajustar ao seu valor real é frequentemente considerável. Pelo que tenho observado, isso significa que, no decorrer de algum tempo, suficiente para que seja feita uma comparação justa — digamos, o período de cinco anos —, o caçador de barganhas estatísticas mais habilidoso termina por obter um lucro que nada mais é do que uma pequena parcela do lucro alcançado pelos que fazem uso de uma inteligência razoável, na avaliação das características dos negócios de empresas em crescimento administradas magnificamente. Essa constatação ocorre, é claro, após atribuímos ao investidor das ações em crescimento as perdas sobre os empreendimentos que não surtiram o resultado esperado e, ao caçador de barganhas, uma quantidade proporcional de barganhas que simplesmente não aconteceram.

A razão pela qual as ações em crescimento obtêm um resultado muito melhor é o fato de elas demonstrarem ganhos em valores percentuais a cada década. Em contrapartida, é incomum encontrarmos uma barganha por um valor abaixo dos 50% do seu valor real. O efeito cumulativo dessa simples equação aritmética é óbvio.

Nessa ocasião, o investidor potencial deve começar a rever suas ideias sobre o tempo necessário para detectar os investimentos certos, adequados aos seus objetivos, sem mencionar as características que ele deve possuir se estiver disposto a encontrá-los. Talvez ele pretenda

dedicar algumas horas semanais, em sua própria casa, analisando o conteúdo de todo o material documental que ache necessário para alcançar lucros consideráveis. Talvez ele não tenha tempo disponível para pesquisar, coletar informações ou dialogar com todos os tipos de pessoas cujo contato seria conveniente, caso queira levar seus investimentos em ações a um nível máximo. Ou, talvez, ele disponha desse tempo. Ele pode, ainda, não possuir a inclinação ou a personalidade adequada para obter informações com um grupo de pessoas, a maioria das quais ele não conheça muito bem. Além disso, não basta apenas trocar ideias com elas; é necessário despertar o seu interesse e a sua confiança até um nível em que elas transmitam aquilo que sabem. O investidor de sucesso costuma ser um indivíduo interessado por natureza nos problemas dos negócios. Isso o faz discutir essas questões de maneira a despertar o interesse daqueles dos quais ele tenta angariar dados. Naturalmente, ele deve ter um julgamento razoavelmente justo ou todos os dados que obtiver não lhe valerão para nada.

Um investidor pode contar com o tempo, a inclinação e o julgamento, mas ainda continuar impedido de obter os melhores resultados ao lidar com suas ações. A questão da geografia é outro fator relevante. Um investidor, por exemplo, que more próximo, ou até mesmo nos limites da cidade de Detroit, teria maiores oportunidades de aprender sobre companhias de peças e acessórios automotivos; o que não seria possível a outro investidor igualmente diligente ou competente no estado do Oregon. Entretanto, muitas empresas e indústrias conhecidas são organizadas, hoje em dia, em bases nacionais, com seus centros de distribuição, ou até mesmo manufactureiros, na maioria das principais cidades dos Estados Unidos, de forma que os investidores que moram em grandes centros industriais ou nos subúrbios que os circundam

geralmente possuem amplas oportunidades para praticar a arte de encontrar pelo menos alguns poucos investimentos consideráveis em longo prazo. Esse aspecto, infelizmente, não vale para aqueles que vivem em áreas rurais afastadas desses grandes centros.

Entretanto, o investidor rural ou a maioria massiva dos outros investidores que podem não dispor do tempo necessário, nem contar com as inclinações essenciais ou a habilidade para detectar excelentes investimentos para si mesmos, não estão, de maneira nenhuma, impedidos de realizar tais investimentos por conta disso. Na verdade, o trabalho do investidor é tão especializado e complexo que um indivíduo pode exercer a tarefa de administrar suas próprias aplicações da mesma forma que ele realizaria os serviços de um advogado, de um médico, um arquiteto ou um mecânico de automóveis. Ele deve desempenhar essas funções se contar com o interesse especial e habilidade nesse campo específico. Caso contrário, ele definitivamente deve procurar um especialista.

O importante é que ele saiba o suficiente sobre os princípios envolvidos para poder escolher um verdadeiro especialista, em vez de contratar os serviços de um farsante ou de um charlatão. Em certos aspectos, é mais fácil para um leigo escolher um consultor de investimentos destacado do que, digamos, contratar um advogado ou um médico de um grau relativamente superior. Em outros, essa tarefa acaba se tornando muito mais difícil. Ela é mais difícil porque o campo dos investimentos se desenvolveu muito mais recentemente do que a maioria das outras áreas afins. Como resultado, as ideias gerais ainda não se cristalizaram a ponto de haver uma linha de demarcação convencional entre o conhecimento verdadeiro e o fantasioso. Não encontramos, dessa forma, na área financeira, as barreiras que afastam os ignorantes e incompetentes que existem, por exemplo, nas áreas do direito ou da medicina. Mesmo

entre algumas das mais renomadas autoridades em investimentos, há ainda uma relativa falta de concordância sobre os princípios básicos envolvidos, o que torna, até o momento, impossível encontrar instituições para o treinamento de especialistas nesse campo que possam ser comparadas às conceituadas escolas dedicadas ao ensino do direito ou da medicina. Esse fato torna ainda mais remota a prática da concessão de serviços, por parte das autoridades governamentais, daqueles que possuem o nível de conhecimento necessário para orientar as pessoas em investimentos, em comparação à maneira como os estados norte-americanos concedem a prática profissional do exercício do direito ou da medicina. É verdade que muitos deles o fazem por meio da concessão de serviços a consultores financeiros. Entretanto, nesses casos, apenas a desonestidade conhecida ou a insolvência financeira, no lugar da falta de treinamento ou habilidade, podem fornecer a base para o indeferimento de uma concessão de serviços.

Tudo isso provavelmente resulta num percentual mais alto de incompetência entre os consultores financeiros do que poderia existir nas áreas do direito e da medicina. Há fatores compensadores, no entanto, que podem possibilitar a um indivíduo sem nenhuma prática ou especialidade na área de investimentos escolher um consultor financeiro competente com mais facilidade do que escolheria um médico ou um advogado. Procurar um médico com base no baixo percentual de mortes durante seu tempo de prática profissional não seria uma maneira adequada de escolher um médico excepcional. No mesmo sentido, escolher um advogado pelo *ranking* de casos ganhos e perdidos não demonstra as habilidades relativas de um advogado. Felizmente, a maioria dos tratamentos médicos não é de questões extremas de vida ou morte, e um bom advogado frequentemente evita entrar em litígios.

O caso do consultor de investimentos é bastante diferente, no entanto. Existe um quadro de desempenho que, após algum tempo ter se passado, deve refletir com clareza alguma habilidade específica do consultor. Em casos eventuais, leva no máximo cinco anos para que os investimentos demonstrem o seu mérito real. Em geral, não demoraria tanto tempo assim. Normalmente, seria arriscado confiar suas economias às habilidades de um consultor, por assim dizer, que trabalhando como autônomo, ou para terceiros, tenha tido menos de cinco anos de experiência. Portanto, no caso dos investimentos, não há razão por que aqueles que tentam escolher um consultor profissional não devam exigir a comprovação de uma seção transversal de resultados obtidos em favor de terceiros. Esses resultados, comparados a um relatório de preços em valores mobiliários para o mesmo período, proporcionam uma indicação real da habilidade do consultor.

Duas outras etapas são ainda necessárias antes que um investidor chegue a uma conclusão final sobre indivíduo ou organização aos quais ele delega a importante responsabilidade pelas suas finanças. Uma delas é a etapa óbvia de ter certeza da honestidade total e inquestionável do consultor. A outra etapa é mais complexa. Um consultor financeiro pode ter obtido resultados bem acima da média durante um período de queda de preços não por sua habilidade, mas por manter sempre grande parte dos fundos que ele administra em, digamos, títulos de elevada qualidade. Em outro momento, após um longo período de alta de preços, outro consultor pode ter obtido resultados acima da média em razão de uma tendência de adentrar em empresas marginais e arriscadas. Conforme explicado na discussão sobre as margens de lucro, essas empresas geralmente se dão bem apenas nesse período específico e em seguida costumam decair muito. Mesmo assim, um terceiro consultor pode ter sucesso

em ambos os períodos em razão da tendência de tentar adivinhar o que os mercados de títulos e valores irão fazer. Esse fato pode produzir resultados magníficos em determinado momento, mas é quase impossível que eles perdurem indefinidamente.

Antes de escolher um consultor, um investidor deve obter informações sobre a natureza do conceito básico de administração financeira desse profissional. Ele deve, então, aceitar apenas um consultor com conceitos fundamentalmente semelhantes aos seus. Naturalmente, creio que os conceitos expressos neste livro são aqueles que fundamentalmente devem prevalecer. Muitos, criados no antigo ambiente financeiro do princípio “Compre as ações quando estiverem em baixa e venda-as quando estiverem em alta”, discordariam piamente dessa conclusão.

Levando em consideração que um investidor deseja grandes lucros em longo prazo, o que acredito deva ser o objetivo de quase todos aqueles que comprem ações no mercado, há uma questão que ele deve decidir por si mesmo: ou ele faz uso de um consultor de finanças ou tenta lidar com os seus próprios negócios sozinho. Essa é uma decisão que precisa ser tomada porque as ações que se qualificam mais satisfatoriamente nos termos das quinze questões previamente discutidas podem variar consideravelmente entre si em suas características de investimento.

Num dos extremos dessa escala encontram-se grandes empresas que, apesar de os seus destacados prospectos de crescimento avançado serem financeiramente sólidos, com raízes tão profundas fincadas no solo econômico, são qualificadas pela terminologia geral de “ações institucionais”. Isso significa que companhias de seguro, curadores profissionais e outros compradores institucionais afins irão adquiri-las. Eles as comprarão pois sentem que, enquanto podem avaliar mal os preços de mercado e perder uma parcela do seu investimento original, sendo forçados a

vender essas ações num momento de baixas cotações, evitarão o perigo maior do prejuízo que poderiam sofrer caso comprassem de uma empresa que posteriormente perdesse a sua posição competitiva atual.

A Companhia Dow Química, a Du Pont e a International Business Machines são bons exemplos desse tipo de ações em crescimento. No primeiro capítulo, mencionei o retorno totalmente insignificante e disponível em títulos de qualidade superior entre 1946 e 1956. No final desse período, cada uma das ações dessas três companhias – a Dow, a Du Pont e a IBM – possuía um valor aproximadamente cinco vezes maior do que aquele pelo qual era vendida no início do período. Nem mesmo durante esses dez anos, seus acionistas tiveram algum tipo de perda, do ponto de vista da renda corrente. A Dow Química, por exemplo, chega a ser conhecida pela baixa taxa de retorno que normalmente paga sobre o preço corrente de mercado. Entretanto, o investidor que comprasse ações da Dow no início desse período estaria, ao final dele, numa situação favorável, do ponto de vista da renda corrente. Embora a Dow, no momento da compra, tivesse apenas oferecido um retorno de cerca de 2½% (esse foi um período em que a produção sobre as ações, em geral, foi alta), apenas dez anos depois ela acrescentou dividendos ou ações subdivididas tantas vezes que o investidor estaria gozando de um retorno em dividendos entre 8% e 9% sobre o preço dos seus investimentos realizados dez anos antes. Um fator ainda mais importante é o de que o período de dez anos mencionado não é incomum para empresas do porte das três organizações citadas. Década após década, com apenas interrupções ocasionais por influências excepcionais, como o grande mercado em baixa da crise entre 1929 e 1932 ou a Segunda Guerra Mundial, essas ações apresentaram um desempenho praticamente fabuloso.

No outro extremo da escala, também de grande interesse para o tipo de investimento certo em longo prazo, encontramos frequentemente pequenas e novas empresas que podem apenas contar com vendas totais de um até 6 ou 7 milhões de dólares por ano, mas podem também possuir produtos que proporcionarem um futuro sensacional. Para que possam se qualificar, segundo os termos das quinze questões apresentadas, essas empresas geralmente contam com a combinação de um gerenciamento de negócios destacado e um pessoal científica e igualmente capaz, que penetra num campo novo e economicamente promissor. A Ampex Corporation, no momento em que suas ações foram oferecidas pela primeira vez ao público em 1953, pode servir de exemplo desse tipo de companhia. Depois de quatro anos, o valor dessas ações havia aumentado em mais de sete vezes.

Entre esses dois extremos encontramos uma série de outras empresas promissoras em crescimento, que variam entre as mais novas e arriscadas, como era a Ampex em 1953, até as mais sólidas e engajadas no mercado, como a Dow Química, a Du Pont e a IBM, nos dias de hoje. Considerando que este seja o momento de comprar (veja o próximo capítulo), que tipo de ação o investidor deveria adquirir?

As novas ações em fase de valorização oferecem, de longe, a maior possibilidade de ganhos. Às vezes, o lucro pode chegar a um percentual elevadíssimo no período de uma década. Entretanto, cometer ocasionalmente pelo menos um erro de investimento é inevitável, até mesmo para o profissional mais habilidoso. Não devemos nos esquecer de que, se esse erro for cometido com esse tipo de ação do mercado, cada dólar aplicado no investimento pode ser considerado perdido. Em contrapartida, se as ações forem adquiridas de acordo com as regras descritas no próximo capítulo, quaisquer perdas que eventualmente ocorressem com

relação às ações mais antigas e mais bem estabelecidas seriam temporárias, resultando de um período de declínio imprevisto no mercado de ações como um todo. Os lucros em valores, em longo prazo, desse tipo de ações em crescimento na companhia serão, ao longo dos anos, consideravelmente menores do que aqueles observados em empresas mais novas e de menor porte. Não obstante, eles chegarão a valores finais consideráveis. Mesmo nas ações mais conservadoras ele costuma superar, pelo menos diversas vezes, o montante original investido.

Portanto, para que qualquer pessoa venha a arriscar um valor suficientemente elevado e significativo para si ou para os seus familiares, a regra a ser seguida é bastante óbvia. Seria investir “a maioria” dos seus recursos financeiros num tipo de empresa que, embora não tão grande como a Dow Química, a Du Pont ou a International Business Machines, pelo menos se aproxime mais desse padrão de capital acionário do que aquele oferecido pelas empresas menores e mais jovens. Se essa “maioria” dos recursos é de 60% ou de 100% dos investimentos totais, esse aspecto é variável, conforme as necessidades ou exigências de cada indivíduo. Uma viúva sem filhos, com um patrimônio total de meio milhão de dólares, poderia aplicar todos os seus recursos numa classe mais conservadora de ações em fase de valorização. Outra, com um milhão de dólares para investir e três filhos para os quais ela pretende aumentar o seu patrimônio — porém num grau que não comprometa o seu padrão de vida —, poderia muito bem aplicar até 15% dos seus recursos em pequenas e novas empresas cuidadosamente selecionadas. Um executivo casado, com dois filhos, um capital atual avaliado em US\$ 400 mil, além de uma renda suficiente para poupar US\$ 10 mil líquidos ao ano, poderia investir o capital de US\$ 400 mil em empresas mais conservadoras, porém empreender o montante de US\$ 10 mil das suas economias anuais na metade mais arriscada da escala de investimentos.

Em todos esses casos, entretanto, o ganho em valores, ao longo dos anos, do grupo mais conservador no mercado de ações seria suficiente para se sobrepor até mesmo à perda total dos recursos investidos no mercado de risco. Ao mesmo tempo, quando adequadamente selecionado, o mercado de risco pode aumentar significativamente o ganho de capital total. De forma igualmente relevante, caso isso aconteça, essas novas empresas do mercado de risco terão, nesse momento, chegado a um ponto do seu desenvolvimento em que as suas ações não mais carregarão o grau de risco previamente observado e poderão até mesmo ter progredido, chegando a um *status* em que as instituições venham a adquirir as suas ações.

Os problemas do pequeno investidor são, de certo modo, mais difíceis. O grande investidor pode, frequentemente, ignorar por completo a questão dos retornos em dividendos no seu empenho de aplicar seus recursos em situações que permitem um potencial de crescimento máximo. Depois que os seus recursos são dessa forma investidos, ele pode ainda retirar deles dividendos suficientes, ou para proteger um padrão de vida por ele alcançado, ou para possibilitar-lhe a aquisição desse padrão, caso a renda em dividendos seja acrescentada aos seus rendimentos regulares. A maioria dos pequenos investidores não consegue viver do retorno de suas aplicações, mesmo com uma taxa de rendimento elevada, já que o valor total dos seus valores em carteira não é suficientemente grande. Portanto, para o pequeno investidor, a questão corrente do retorno em dividendos em geral acaba sendo de uma escolha entre algumas centenas de dólares ao ano, a partir do momento em que o investimento é realizado, ou a oportunidade de obter um rendimento muitas vezes acima dessa quantidade em dinheiro, no período de um ano ou numa data posterior.

Antes de chegar a uma decisão sobre essa questão crucial, há um aspecto que o pequeno investidor deve encarar condignamente. Essa questão baseia-se no fato de que os únicos recursos cuja utilização ele deve considerar para o investimento no mercado de ações são aqueles verdadeiramente excedentes. Isso não significa a utilização de todos os recursos que estejam acima e além do que ele necessita para as suas despesas usuais. Exceto em circunstâncias extraordinárias, ele deve ter uma reserva monetária em espécie, suficiente para arcar com despesas de saúde ou outros imprevistos, antes de tentar adquirir qualquer coisa revestida de demasiado risco intrínseco como as ações do mercado. De maneira semelhante, os recursos já reservados para alguns objetivos futuros específicos, tal como mandar um filho para a universidade, nunca devem ser colocados em risco no mercado de ações. Somente após cuidar de assuntos desse tipo o investidor deve considerar a aplicação na bolsa de valores.

O objetivo que o pequeno investidor possui para esses recursos excedentes torna-se, de certo modo, uma questão de escolha pessoal e de circunstâncias pessoais específicas, incluindo o porte e a natureza do seu rendimento pessoal usual! Uma pessoa jovem, ou um investidor mais velho com filhos, ou outros herdeiros que ele preze, pode desejar sacrificar um rendimento em dividendos de, digamos, US\$ 30,00 ou 40,00 ao mês, com a finalidade de obter um rendimento dez vezes maior em quinze anos. Em contrapartida, uma pessoa mais velha e sem herdeiros naturalmente preferiria um rendimento mais imediato. Nesse mesmo sentido, uma pessoa com um rendimento relativamente pequeno e obrigações financeiras pesadas pode não ter escolha, a não ser satisfazer as suas necessidades imediatas.

Entretanto, para a grande maioria dos pequenos investidores, a decisão sobre a importância do rendimento imediato é uma questão de escolha pessoal. Ela provavelmente depende, em grande parte, da psicologia

individual de cada investidor. Em minha visão pessoal, uma pequena quantidade de rendimento adicional (já tributado) perde a força em comparação com um investimento que, nos anos que se seguem, pode proporcionar um rendimento de porte e, com o tempo, tornar meus filhos realmente ricos. Outras pessoas podem ter uma opinião diferente sobre essa questão. É ao grande investidor e ao pequeno que pensa como eu sobre esse aspecto e deseja uma abordagem inteligente dos princípios que fizeram com que esses resultados fossem possíveis, que os procedimentos estabelecidos neste livro são apresentados.

O sucesso de qualquer indivíduo ao aplicar esses princípios aos seus próprios investimentos dependerá de duas coisas. Uma delas é o grau de habilidade com o qual esse indivíduo irá aplicá-los. A outra, naturalmente, é a questão da sorte. Numa era em que descobertas imprevisíveis podem acontecer a qualquer momento, num laboratório de pesquisas sem nenhuma ligação com a empresa onde os seus recursos foram investidos, e numa era na qual, em cinco anos a partir de agora, aquele desenvolvimento de pesquisa não esperado pode resultar na triplicação ou na redução pela metade dos lucros do investimento, a boa sorte obviamente pode desempenhar um papel importantíssimo no que diz respeito ao universo dos investimentos. É por isso que até mesmo o investidor médio tem uma vantagem sobre aqueles com recursos reduzidos. O fator sorte pesa muito quando diversos investimentos selecionados são escolhidos.

No entanto, para aqueles investidores, tanto os pequenos como os grandes, que preferem um rendimento bem superior num período futuro de alguns anos e com o máximo retorno possível no presente, seria aconselhável lembrar que durante os 35 anos passados numerosos estudos foram realizados por várias autoridades financeiras. Elas compararam os resultados obtidos pelas ações do mercado que possibilitaram uma elevada

taxa de dividendos com aqueles obtidos com a compra de ações de rentabilidade baixa de companhias que se concentraram no crescimento e no reinvestimento dos seus recursos. Pelo que sei, todos esses estudos demonstraram as mesmas tendências. As ações em fase de valorização, num período de cinco a dez anos, se mostraram extremamente melhores no que diz respeito ao seu aumento de capital.

De maneira surpreendente, no mesmo período de tempo, essas ações geralmente aumentaram tanto os seus dividendos que, mesmo pagando um baixo retorno com relação ao valor maior pelo qual elas estavam sendo vendidas naquele momento, elas passaram a pagar um maior retorno em dividendos sobre o investimento original do que as ações selecionadas simplesmente pela rentabilidade. Em outras palavras, as ações em fase de valorização não haviam apenas demonstrado uma superioridade marcante no campo da apreciação de capital. Decorrido um período de tempo razoável, elas haviam crescido a ponto de demonstrar superioridade também no aspecto do retorno em dividendos.

QUANDO COMPRAR

OS CAPÍTULOS ANTERIORES TENTARAM MOSTRAR que o âmago do investimento bem-sucedido está em saber como detectar uma minoria de ações do mercado que, com o passar dos anos, terá uma valorização extraordinária na sua rentabilidade individual. Portanto, haveria alguma razão para desviar o tempo ou os esforços intelectuais do tema principal? Será que a questão sobre quando adquirir as ações teria uma importância relativamente menor? Uma vez que o investidor tenha a certeza de ter encontrado ações de destaque no mercado, seria então sempre o momento ideal de adquiri-las? A resposta a essa pergunta depende, em parte, do objetivo do investidor. Depende, também, do seu temperamento.

Tomemos um exemplo. O uso da previsão dos fatos pode caracterizar um exemplo extremo na história do universo financeiro moderno. Isso ocorreu com a compra de ações de diversas empresas, primorosamente selecionadas no verão de 1929, ou seja, um pouco antes do maior *crash* da história da bolsa de valores americana. Com o tempo, essa compra teria sido considerada favorável. Entretanto, 25 anos depois, ela ofereceria um percentual de ganhos bem menor do que teria sido o caso se, tendo realizado a parte mais difícil do trabalho de selecionar adequadamente

essas empresas, um investidor tivesse feito um pequeno esforço adicional necessário para entender alguns princípios simples sobre o momento da valorização das ações.

Em outras palavras, se as ações adequadas são adquiridas e mantidas pelo tempo suficiente, elas sempre renderão algum lucro. Geralmente, elas produzem um lucro considerável. Entretanto, para que essa produção se aproxime do lucro máximo, ou seja, da espécie de lucro extraordinário definido anteriormente, é preciso considerar alguns aspectos temporais.

O método convencional sobre o momento certo para adquirir ações é, creio eu, tão simplório como nos parece superficialmente a própria sensatez. Esse método visa reunir uma grande massa de dados econômicos. Desses dados, são tiradas conclusões para o curso dos negócios em geral em curto e em médio prazos. Os investidores mais sofisticados usualmente formam opiniões sobre o curso futuro das taxas monetárias, bem como da atividade empresarial. Depois disso, se as previsões para todas essas questões não indicarem nenhum agravamento considerável das condições conhecidas, pode-se concluir que as ações em questão devem ser adquiridas. Às vezes, surgem algumas nuvens carregadas no horizonte. Quando isso ocorre, aqueles que utilizam o método geralmente aceito, provavelmente postergam ou cancelam a compra das ações que, em outra situação, não hesitariam em comprar.

Minha objeção a essa abordagem não se esteia na sua irracionalidade teórica, mas no fato de que, no estado corrente do conhecimento humano sobre a economia que lida com a previsão das tendências dos negócios futuros, a aplicação prática desse método torna-se absolutamente impossível. As chances de certeza não são suficientemente boas para garantir a utilização desses métodos como base, ao assumirmos os riscos de investimento das nossas economias. Nem sempre esse é o caso. Pode

nem mesmo ser o caso daqui a cinco ou dez anos. Atualmente, pessoas competentes tentam aperfeiçoar os computadores eletrônicos, visando estabelecer uma “entrada e saída” de dados com uma complexidade suficiente para que talvez, em algum momento no futuro, seja possível sabermos com algum grau de precisão quais seriam as tendências mais recentes no universo dos negócios.

Quando, e se, essa evolução acontecer, a arte do investimento no mercado de ações talvez tenha de ser radicalmente revisada. Até que isso ocorra, no entanto, acredito que a economia que lida com a previsão das tendências no mundo dos negócios pode ser considerada tão distante como a química nos tempos da alquimia na Idade Média. Na química, tal como ocorre com a previsão dos negócios hoje em dia, os princípios básicos apenas começavam a emergir de uma massa misteriosa e obscura. Entretanto, a química não havia chegado ao ponto em que tais princípios pudessem ser seguramente utilizados como base para a escolha de um curso de ação.

Ocasionalmente, como aconteceu em 1929, a economia se torna tão imprevisível que o entusiasmo especulativo para o futuro atinge proporções sem precedentes. Mesmo no nosso estado atual de ignorância econômica, é possível fazer uma previsão bastante apurada do que pode ocorrer. Entretanto, duvido que, dentro de um período de dez anos, seja seguro fazer uma previsão apurada num período maior do que um ano. Essa previsão pode se tornar ainda mais rara no futuro.

O investidor típico está tão acostumado a solicitar serviços de previsões econômicas que ele pode passar a confiar e depender demais dessas previsões. Nesse caso, sugiro que ele examine os arquivos das edições antigas do *Commercial & Financial Chronicle*, de qualquer ano que seja, desde o final da Segunda Guerra Mundial. Na verdade, pode

valer a pena analisar essas informações mesmo que ele esteja a par da falibilidade dessas previsões. Sem levar em conta o ano selecionado, ele poderá encontrar, entre outras coisas, um número considerável de artigos em que autoridades financeiras e econômicas apresentam suas opiniões sobre o panorama do período subsequente. Como os editores desse jornal parecem selecionar o seu material visando proporcionar os comentários mais competentes disponíveis, tanto das opiniões otimistas quanto das mais pessimistas, não é de admirar que previsões contraditórias sejam encontradas nesses exemplares de edições passadas. O que é surpreendente é o grau de divergência entre esses especialistas. O que chama mais a atenção ainda é a convicção e o caráter incisivo encontrados em algumas dessas argumentações. É verdade, também, que algumas dessas previsões se mostraram totalmente equivocadas.

Os esforços intelectuais que a comunidade financeira tem depositado nessa tentativa constante de prever o futuro econômico, baseando-se em uma série de fatos aleatórios e provavelmente incompletos, nos fazem pensar sobre o que poderia ter sido realizado se apenas uma fração desses esforços tivesse sido investida em algo mais útil. Comparei a previsão econômica com a química nos tempos da alquimia. Talvez essa preocupação em tentar fazer algo que aparentemente ainda não pode ser realizado com perfeição me permita outra comparação com a Idade Média.

Esse foi um período da história em que a maioria do mundo ocidental vivia num ambiente de precariedade desnecessária e de sofrimento humano. Isso se deve, em grande parte, ao fato de que o potencial intelectual da época se dedicava a resultados inócuos. Imaginem o que poderia ter sido realizado se metade dos esforços intelectuais tivesse sido dedicadas à luta contra a fome, as doenças e a ganância, em vez de ser desperdiçadas na discussão sobre adornos religiosos dentro de uma igreja.

Se apenas uma parte do potencial intelectual coletivo utilizado atualmente pela comunidade financeira para prever as tendências futuras no ciclo dos negócios fosse direcionada para fins mais produtivos, resultados excepcionais talvez pudessem ser obtidos.

Se os estudos convencionais sobre o prospecto econômico futuro não representam a abordagem adequada para o momento certo de aquisição das ações do mercado, qual abordagem representaria? A resposta está na própria natureza das ações.

Assumindo o risco de ser repetitivo, devo revisar por um momento algumas das características básicas dos investimentos consideráveis, conforme discutido no capítulo anterior. Essas empresas geralmente trabalham, de uma forma ou de outra, nos limites máximos da tecnologia científica. Elas desenvolvem diversos novos produtos e processos nos seus laboratórios localizados em suas instalações piloto para os primeiros estágios da produção comercial. Tudo isso custa dinheiro, além de caracterizar um escoamento dos outros lucros da empresa. Mesmo no estágio inicial de produção comercial, as despesas adicionais com vendas envolvidas na construção de volume suficiente para um novo produto fornecer a margem de lucro desejada são tão grandes que os gastos com manutenção, nessa etapa de desenvolvimento, podem ser maiores do que antes, durante o período das instalações piloto.

Do ponto de vista do investidor, dois aspectos sobre esse assunto possuem um significado especial. O primeiro é a impossibilidade de depender de um cronograma exato no ciclo de desenvolvimento de um produto novo. O segundo é o fato de que até mesmo para as empresas mais bem administradas um percentual de insucessos faz parte do custo do negócio. No esporte, como no *baseball*, por exemplo, até mesmo a liga de campeões de maior destaque perde alguns dos seus jogos disputados.

O aspecto do desenvolvimento de um novo processo que talvez mereça um estudo mais detalhado quanto ao momento certo para adquirir ações do mercado é aquele que determina quando a primeira fábrica em escala integral está prestes a iniciar a sua produção. Numa fábrica nova, até mesmo para processos ou produtos já estabelecidos, provavelmente há um período de fragilidade que varia entre seis e oito semanas e acaba sendo bastante dispendioso. Esse é o tempo que se leva para ajustar o equipamento às exigências de uma operação eficiente e eliminar os "aborrecimentos" inevitáveis que ocorrem no funcionamento de um complexo maquinário moderno. Quando o processo é verdadeiramente revolucionário, esse dispendioso período de fragilidade pode se estender muito além das estimativas dos engenheiros mais pessimistas de uma empresa. Além disso, quando os problemas finalmente são resolvidos, o acionista, já cansado, ainda não pode contar com os lucros imediatos. Há, ainda, um período de drenagem adicional que dura meses, em que os lucros da empresa, mesmo aqueles de linhas de produção mais antigas, são investidos em vendas e material de publicidade para que o produto novo seja bem recebido.

Pode ser que a empresa empenhada nesses esforços esteja tendo um crescimento tão grande na sua receita, por meio de outros produtos mais antigos, que esse escoamento dos lucros não seja percebido pelo acionista médio. Em geral, porém, acontece justamente o contrário. Assim que a notícia sobre um novo e excepcional produto no laboratório de uma empresa bem administrada vem à tona, os compradores elevam o preço das ações da companhia. Quando surge a notícia sobre uma operação bem-sucedida numa fábrica piloto, o valor das ações aumenta ainda mais. Poucos acreditam na velha analogia de que operar uma fábrica piloto é como dirigir um automóvel numa estrada sinuosa e precária a

dez milhas por hora. Administrar uma fábrica comercial é como dirigir nessa mesma estrada a cem milhas por hora.

Assim, quando as dificuldades começam a surgir, mês a mês, após o início do funcionamento da fábrica comercial, essas despesas inesperadas fazem as ações unitárias ter uma queda notória. Surgem as notícias de que a fábrica está com problemas. Ninguém pode garantir quando os problemas serão solucionados, se é que há solução. Os antigos compradores das ações tornam-se vendedores desencorajados. Em consequência disso, o preço das ações cai. Quanto mais tempo dura o período de fragilidade, mais entram em declínio as cotações do mercado. Surge, então, a boa notícia de que a fábrica finalmente está indo bem. Um revigoreamento pelo período de uns dois dias ocorre no preço das ações. Entretanto, no trimestre seguinte, quando as despesas especiais com vendas causam um declínio ainda maior no rendimento líquido, as ações caem ao mais baixo nível de preços dos últimos anos. Voltam os rumores nos meios financeiros de que a administração da empresa entrou em colapso.

Nesse momento, as ações podem muito bem ser vistas como uma excelente aquisição. Uma vez que os esforços para as vendas adicionais produziram um volume suficiente para fazer a primeira unidade de produção valer a pena, os esforços para as vendas usuais são frequentemente suficientes para dar continuidade ao movimento positivo nas curvas de vendas durante muitos anos. Como as mesmas técnicas são utilizadas, o funcionamento de uma segunda, terceira, quarta ou quinta unidade de produção pode, quase sempre, ser iniciado sem os atrasos e as despesas especiais que se fizeram necessários no prolongado período de fragilidade da primeira unidade. Quando a quinta unidade de produção estiver funcionando na sua capacidade máxima, a empresa terá crescido e prosperado tanto que todo o ciclo poderá ser repetido com outro produto

inteiramente novo, sem a mesma drenagem no percentual dos ganhos ou sem o mesmo efeito negativo sobre o preço das ações da companhia. O investidor terá adquirido, no momento certo, um investimento que poderá lhe proporcionar lucros durante muitos anos.

Na primeira edição deste livro⁵, utilizei as seguintes palavras para descrever um exemplo desse tipo de oportunidade. Usei um exemplo que ainda era relativamente recente naquele tempo. Eu disse:

“Um pouco antes das eleições de 1954 no Congresso, alguns fundos de investimento se aproveitaram desse tipo de situação. Durante muitos anos antes, as ações da American Cyanamid haviam sido vendidas no mercado por um preço consideravelmente baixo em comparação com as outras principais indústrias químicas. Acredito que isso se deve ao sentimento generalizado na comunidade financeira de que, enquanto a divisão Lederle representava uma das organizações farmacêuticas mais destacadas do mundo, as atividades químicas agrícolas e industriais constituíam uma série de unidades de produção caras e ineficientes, reunidas no típico período de absorção do ‘mercado de ações’ na fase de ascensão da década de 1920. Esses ativos eram geralmente considerados qualquer coisa, menos um investimento desejável.

“O que foi ainda menos observado foi o fato de que uma nova administração encontrava-se reduzindo firmemente, porém sem muito alarde, os custos de produção, eliminando o peso morto e aperfeiçoando a eficiência da organização. O que se observou foi o fato de essa empresa ‘apostar alto’ — realizando enormes gastos de capital para uma empresa daquele porte, numa nova e gigantesca unidade de produção química na

⁵ A primeira edição deste livro foi publicada em 1958. A presente tradução baseia-se na segunda edição do livro, revisada pelo autor e publicada em 1960. (N. do E.)

cidade de Fortier, no estado de Louisiana. Foi projetada uma engenharia tão complexa para essa unidade que não deve ter surpreendido ninguém o fato de ela ter se atrasado por meses a fio para atingir o ponto de não ter nem lucro nem prejuízo. Como os problemas na cidade de Fortier continuaram, a situação se juntou à frivolidade desfavorável com a qual as ações da American Cyanamid eram consideradas. Nessa etapa, na crença de que um momento para a compra era propício, os fundos de capital mencionados chegaram a um valor médio de 45¾. Isso significaria 22¾ sobre as ações presentes como resultado de uma divisão acionária de 2 por 1 que ocorreu em 1957.

“O que tem acontecido desde então? Algum tempo se passou para que a companhia comesse a gozar dos benefícios de algumas das atividades administrativas que produziam custos acima do normal em 1954. Fortier é agora lucrativa. Os rendimentos aumentaram de US\$ 1,48 por ação do mercado em 1954 para US\$ 2,10 por ação unitária em 1956, e prometem ser ligeiramente mais elevados em 1957, um ano em que a maioria dos lucros provenientes dos produtos químicos (não incluindo, porém, os produtos farmacêuticos) se manteve num nível inferior em comparação ao ano anterior. Pelo menos o mercado financeiro de Wall Street passou a perceber que as atividades agrícolas, químicas e industriais da American Cyanamid merecem um investimento institucional. Como resultado, a relação de rentabilidade dos preços dessas ações modificou-se notoriamente. Um aumento de 37% nos rendimentos, que aconteceu num período de, digamos, três anos, produziu um ganho em valor de mercado de aproximadamente 85%.”

Desde que esse texto foi escrito, o prestígio atribuído pela comunidade financeira ao *status* da American Cyanamid parece ter continuado. Com rendimentos para o ano de 1959 prometendo superar o pico

máximo anterior de US\$ 2,42 em 1957, o preço de mercado dessas ações tem avançado vigorosamente. Ele se encontra agora em torno de 60, representando um ganho de cerca de 70% em rentabilidade e 163% em valor de mercado desde que as ações mencionadas na primeira edição foram adquiridas.

Gostaria de finalizar a discussão sobre a American Cyanamid com essa nota bem-humorada. Entretanto, pretendo tornar essa revisão um registro honesto e não o registro mais favorável disponível até o presente momento. O leitor deve ter notado que, na edição anterior, me referi à compra das ações da Cyanamid em 1954 como “certos fundos de capital”; esses fundos não mais retêm as ações, que foram vendidas na primavera de 1959 por um preço médio de 49. Esse número se encontrava, é claro, significativamente abaixo dos números do mercado corrente, mas ainda assim representou um lucro de cerca de 110%.

O porte do lucro não tinha, entretanto, nada a ver com a decisão de vender. Havia dois motivos por trás dessa decisão. Um deles foi a visão de longo prazo de que outra companhia seria melhor. O leitor terá a oportunidade de constatar, pela discussão no próximo capítulo, que esse fator foi uma das principais razões para a venda dos títulos. Como ainda não se passou tempo suficiente para darmos provas conclusivas, de uma forma ou de outra, as cotações comparativas do mercado até agora para os dois tipos de ações parecem justificar essa manobra.

Entretanto, houve uma segunda razão por trás dessa troca de investimentos cuja percepção pode parecer menos confiável. Era a preocupação de que, com relação às empresas mais destacadas entre as concorrentes, o polo químico da American Cyanamid (em contraste com o polo farmacêutico) não demonstrava tanto progresso em ampliar margens de lucro e estabelecer novas linhas de produção lucrativas como esperado.

A preocupação com esses fatores foi acentuada pela incerteza quanto aos possíveis gastos diante da tentativa da companhia de se estabelecer no negócio da fibra acrílica dentro da altamente competitiva indústria têxtil. Essa justificativa pode estar correta e, mesmo assim, ter sido uma equivocada decisão de investimento por causa dos brilhantes prospectos em Lederle ou da divisão farmacêutica. Esses prospectos ficaram mais aparentes depois que as ações foram vendidas. As possibilidades para um salto ambicioso e definitivo na produtividade financeira de Lederle num futuro, em médio prazo, se baseiam em: 1) um novo e promissor antibiótico e 2) com o tempo, um mercado considerável para uma vacina “inedita”, via oral, contra a pólio, uma área na qual essa empresa tem sido líder. Essas inovações tornam a questão problemática, e apenas o futuro determinará se a decisão de dispor das ações da Cyanamid virá a ser considerada um erro de investimento ou não. Como estudar possíveis erros pode ser ainda mais compensador do que rever sucessos do passado, devo sugerir que, mesmo sob o risco de parecer presunçoso, qualquer um que esteja realmente interessado em aperfeiçoar as suas técnicas de investimento observe com atenção esses últimos parágrafos e os releia após ter lido o próximo capítulo sobre “quando vender”.

Pretendo, agora, abordar o próximo e mais novo exemplo desse tipo de oportunidade de compra que já mencionei na primeira edição. Eu afirmei que:

“Uma situação semelhante poderia estar ocorrendo no segundo semestre de 1957, no caso da Food Machinery and Chemical Corporation. Alguns grandes compradores institucionais se sentiram atraídos por essas ações por algum tempo. Muitos outros, no entanto, acharam que, apesar de alguns elementos de interesse, eles buscavam evidências de certas

questões antes de adquirir ações. Para que possamos entender essa atitude é necessário penetrar um pouco no cenário do nosso passado.

“Anteriormente à Segunda Guerra Mundial, essa empresa havia restringido as suas atividades a uma linha de produtos diversificada na fabricação de maquinários. Como resultado de uma administração brilhante e uma engenharia de desenvolvimento igualmente destacada, a Food Machinery se tornou, na época, um dos investimentos mais bem-sucedidos do período pré-guerra. Depois disso, no decorrer da guerra, além de penetrar no campo dos produtos de artilharia, no qual a empresa obteve um sucesso semelhante, ela montou uma estrutura de negócios diversificada, voltada para a indústria química. A razão disso foi o desejo de estabilizar a tendência cíclica do negócio de maquinários por meio da fabricação de produtos consumíveis cujas vendas, com o passar dos anos, poderiam ser continuamente expandidas pela pesquisa, da mesma maneira como havia sido explorada com tanto êxito nas divisões de maquinários e de produtos bélicos.

“Até 1952, quatro empresas separadas já haviam sido adquiridas e convertidas em quatro (atualmente cinco) divisões. Ao todo elas representam um pouco menos do que a metade do total do volume de vendas se incluirmos as atividades do mercado bélico, um pouco mais do que a metade se apenas as atividades usuais não relacionadas à defesa forem consideradas. Anteriormente, e nos primeiros anos de aquisição, essas unidades de produtos químicos variavam extremamente. Uma delas era líder num campo que crescia rapidamente com amplas margens de lucro e com um excelente prestígio técnico na indústria. A outra sofria com fábricas obsoletas, baixas margens de lucro e poucos incentivos. A média de todas elas deixava muito a desejar comparada com a média das verdadeiras líderes entre as indústrias químicas. Em alguns

casos, havia produtos intermediários sem a matéria-prima básica. Em outros, havia muita matéria-prima de lucratividade baixa, porém poucos produtos com altas margens de lucro que pudessem ser elaborados com essa matéria-prima disponível.

“A comunidade financeira chegou a algumas conclusões bastante definidas sobre tudo isso. As divisões de maquinários – com uma taxa de crescimento interno de 9% a 10% ao ano (comparável à indústria química como um todo), com uma habilidade comprovada para conceber e vender novos produtos, criativos e comercialmente viáveis, ano após ano, e contando com algumas das unidades de produção de mais baixo custo do setor – representavam o melhor investimento. Entretanto, até que as divisões de produtos químicos pudessem demonstrar margens de lucro mais amplas, além de outras evidências de qualidade intrínseca, havia pouco estímulo para investir nesse empreendimento combinado.

“Nesse ínterim, a administração tentou de forma agressiva solucionar o problema. O que eles fizeram? A primeira medida foi tomada por meio de promoções internas e recrutamentos externos para formar um grupo executivo de trabalho de primeira linha. Esse novo grupo investiu dinheiro para a modernização de velhas unidades de produção, para o desenvolvimento das unidades novas e para a pesquisa. Deixando de lado as despesas usuais de uma unidade de produção que são normalmente capitalizadas, é impossível submeter-se a uma modernização maior e à expansão de uma unidade de produção sem também aumentar as despesas correntes. É bastante surpreendente que todas as despesas excepcionais que ocorreram em 1955, 1956 e 1957 não tenham provocado o declínio dos rendimentos provenientes dos produtos químicos durante esse período. A estabilidade dos rendimentos nos dá uma forte indicação da importância do que havia sido feito anteriormente.

“Em qualquer hipótese, se os projetos forem adequadamente elaborados, o efeito cumulativo daqueles que já foram concluídos deve, com o tempo, se sobrepor à despesa adicional dos que ainda estão por vir. Algo desse tipo poderia ter acontecido em 1956, caso as despesas com pesquisa naquele ano não tivessem sido aumentadas em cerca de 50% acima dos níveis do ano de 1955. Isso teria sido feito mesmo que em 1955 essas despesas com a pesquisa de produtos químicos não estivessem muito abaixo da média da indústria e as despesas com a pesquisa de maquinários estivessem bem acima da maioria dos segmentos do setor de maquinários. Apesar de continuar com o alto nível de pesquisas, esse aumento brusco nos rendimentos foi previsto na segunda metade de 1957. No meio do ano, as modernizadas células de clorina da companhia na região de South Charleston, West Virginia, estavam programadas para ser lançadas no mercado. Imprevistos, típicos da indústria química, mas dos quais a empresa surpreendentemente havia se livrado na maioria dos seus demais programas de expansão e modernização, indicavam que o aumento nos rendimentos aconteceria no primeiro trimestre de 1958.

“Suspeito que, até que haja essa melhoria nos rendimentos, até que as margens de lucro cresçam e continuem a se expandir por determinado período de tempo, o comprador institucional, em termos gerais, não analisará a questão além da sua superfície e se distanciará desse tipo de ação do mercado. Se acontecer o que imagino, esse desenvolvimento se manifestará em 1958 e 1959, e o sentimento financeiro em algum momento, nesse período, virá à tona para o reconhecimento do aprimoramento básico de fundamentos que surgiram diversos anos antes. Nesse momento, as ações, que podem continuar a crescer por muitos anos, serão vendidas por um preço que terá avançado parcialmente

em razão da melhoria dos rendimentos acionários que já ocorreram; porém, ainda mais, por causa da proporção da rentabilidade de preços modificados que resulta de uma reavaliação geral da qualidade intrínseca da companhia.”

Acredito que os dados dos dois últimos anos enfaticamente comprovam esses comentários. Possivelmente, o primeiro reconhecimento geral do que estava acontecendo por baixo da aparência surgiu quando, em 1958, um ano com características de recessão, em que quase todas as indústrias de produtos químicos e de maquinários demonstravam uma queda decisiva na produtividade financeira, a companhia Food Machinery apresentou lucros sobre um pico constante de US\$ 2,39 por unidade acionária. Esse número estava moderadamente acima dos níveis dos diversos anos anteriores quando a economia, em geral, se encontrava em níveis elevados. Isso era um indício de que as divisões de produtos químicos estavam finalmente sendo trazidas a um ponto em que podiam assumir o seu lugar, junto com os objetivos do empreendimento dos maquinários, como um investimento altamente viável e não um investimento marginal. Como os lucros de 1959 ainda não se encontram disponíveis, à data de elaboração desse texto, os ganhos exatos de rentabilidade registrados para os primeiros nove meses, sobre o período correspondente de 1958, nos asseguram firmemente que o longo período de reorganização das divisões de produtos químicos dará bons frutos. Os lucros de 1959 talvez possam ser considerados especialmente significativos, pois nesse ano a divisão de produtos bélicos se encontrava numa transição do seu principal produto anterior: um tanque anfíbio para o porte de materiais leves, feito de aço, para um novo tanque de alumínio que podia ser jogado de paraquedas. Isso significa que o ano

de 1959 foi o único de um passado recente ou de um futuro previsível no qual as atividades bélicas não deram nenhuma contribuição expressiva para o total da produtividade financeira. Entretanto, um novo e importante pico de rendimentos foi alcançado.

Como o mercado respondeu a esse fato? No final de setembro de 1957, quando a redação da primeira edição foi concluída, essas ações eram vendidas por 25%. Hoje, elas estão na marca dos 51, um ganho de 102%. A mentalidade financeira que mencionei parece estar começando a "reconhecer o aperfeiçoamento básico dos fundamentos iniciados alguns anos antes".

Outros acontecimentos confirmam essa tendência e podem acrescentar a ela um novo ímpeto. Em 1959, a McGraw-Hill Publications criou um novo costume. A empresa decidiu, todos os anos, premiar conquistas administrativas de destaque nas indústrias químicas. Para escolher o primeiro vencedor desse prêmio, eles selecionaram um grupo distinto e bem informado composto por dez membros. Quatro deles representavam as escolas universitárias de liderança na área da administração de empresas, três vinham das principais instituições de investimento com elevados títulos em carteira na indústria química, e os outros três eram membros de liderança de proeminentes firmas de consultoria da indústria químicas. Vinte e duas empresas eram nomeadas e catorze faziam apresentações. Esse prêmio por desempenho gerencial não foi para nenhum dos gigantes da indústria, companhias cujo potencial de gestão, com justificadas razões, é altamente respeitado no mercado de Wall Street. Em vez disso, ele foi dado à Chemical Divisions of the Food Machinery Corporation que, dois anos antes, havia sido considerada, como ainda é hoje, por muitos compradores no mercado de ações, um investimento bastante indesejável!

Por que um assunto desse tipo seria primordial para investidores em longo prazo? Em primeiro lugar, porque ele assegura com firmeza que, de acordo com as tendências das atividades empresariais em geral, os rendimentos dessa empresa devem crescer nos anos posteriores. Executivos bem esclarecidos da indústria química não dariam um prêmio desse tipo a uma companhia que não tivesse departamentos de pesquisa que desenvolvessem produtos novos e viáveis e engenheiros químicos que os produzam de maneira lucrativa. Em segundo lugar, esse tipo de prêmio deixa suas impressões na comunidade econômica. Nada é mais interessante para os acionistas do que a influência sobre os preços das ações de uma tendência positiva na rentabilidade, multiplicada pela tendência positiva comparável ao modo como cada dólar desse rendimento é avaliado no mercado econômico, conforme mencionei nas minhas observações conclusivas sobre essa empresa na primeira edição.

Outras questões, além da introdução de novos produtos e dos problemas do início do funcionamento de unidades de produção complexas, também podem abrir um horizonte de oportunidades para a compra de ações numa companhia não muito usual. Por exemplo, a empresa eletrônica Middle Western era, entre outras coisas, conhecida pelas suas excelentes e excepcionais relações de trabalho. Ela cresceu a tal ponto que foi forçada a realizar algumas mudanças na sua filosofia de relacionamento com os funcionários. Uma interação desafortunada de personalidades provocou conflito, greves de longa duração e baixa produtividade numa empresa conhecida pelas suas boas relações trabalhistas e pela sua alta produtividade. Foi nesse exato momento que a companhia cometeu um dos seus poucos erros ao julgar o mercado potencial para um novo produto. A rentabilidade caiu drasticamente e, com ela, o preço das ações.

A competente e excepcionalmente criativa cúpula administrativa elaborou planos imediatos para sanar esses problemas. Ao passo que planos são elaborados em questão de algumas semanas, colocá-los em prática leva muito mais tempo. Como os resultados desses planos estratégicos começaram a surtir efeito nos rendimentos, o mercado chegou ao que chamamos de “momento de compra A”. Entretanto, levou cerca de um ano e meio até que todos os benefícios pudessem ser transferidos para os saldos lucrativos. No final desse período, ocorreu uma segunda greve, cuja solução seria o último passo necessário para possibilitar que a empresa restaurasse a sua eficiência competitiva. Essa greve não durou muito. Não obstante, enquanto essa greve curta e de prejuízos relativamente baixos acontecia, correram boatos na comunidade financeira de que as questões trabalhistas iam de mal a pior. Apesar da compra massiva por parte dos representantes da companhia, as ações caíram. Elas não ficaram com um preço baixo por muito tempo. Esse fato provou ser mais um tipo conveniente de oportunidade de compra do ponto de vista do momento exato de aquisição e pode ser chamado de “momento de compra B”. Aqueles que olharam além da aparência e foram capazes de ver aquilo que realmente acontecia puderam comprar, por preços realmente acessíveis, ações que lhes seriam lucrativas durante muitos anos.

Vejam como poderia ter sido lucrativo, caso um investidor tivesse comprado ações no momento de compra A, ou no momento de compra B. Não pretendo utilizar o preço mais baixo do que aquele que uma tabela mensal de preços indicaria quanto às ações nesses dois períodos. Não pretendo fazer isso porque algumas centenas dessas ações foram transferidas no seu momento mais extremo de baixa. Se um investidor tivesse comprado na baixa absoluta, teria sido muito mais uma questão de sorte do que qualquer outra coisa. Em vez disso, usarei um

número moderadamente acima da baixa em uma das situações e diversos pontos acima na outra. Em cada caso, milhares de ações estavam disponíveis e foram transferidas nesses estágios. Utilizarei somente preços pelos quais as ações poderiam ter sido facilmente adquiridas por qualquer um que fizesse um estudo realista da situação.

No momento de compra A, as ações haviam caído, em apenas alguns meses, 24% com relação ao seu pico anterior. No período de mais ou menos um ano, aqueles que compraram nessa fase teriam tido um ganho no valor de mercado entre 55% e 60%. Depois disso, veio a greve que produziu o momento de compra B. As ações caíram novamente em quase 20%. De maneira bastante estranha, elas permaneceram em baixa por algumas semanas depois que a greve acabou. Nesse momento, um funcionário brilhante de um grande consórcio de investimentos me disse que sabia como a situação era favorável e o que muito provavelmente aconteceria. Não obstante, ele não recomendaria a compra ao seu comitê financeiro. Ele afirmou que determinados membros checariam com amigos em Wall Street e não declinariam o seu pedido, mas o repreenderiam por levar ao seu conhecimento uma companhia com uma administração tão depreciada e com relações de trabalho sem perspectivas!

Na elaboração desse texto, apenas alguns meses depois, as ações já haviam alcançado 50%, a contar do momento de compra B. Isso quer dizer que agora elas se encontram na casa dos 90% a contar do momento de compra A. Ainda mais importante, o futuro da companhia parece brilhante, com todos os prospectos de que terá um crescimento excepcional nos próximos anos, exatamente como teve durante alguns anos antes que o conjunto de acontecimentos extraordinários e temporários produzisse os momentos de compra A e B. Os que adquiriram ações em qualquer um desses momentos penetraram nos negócios da empresa certa no momento certo.

Em suma, a companhia da qual o investidor deve comprar é a empresa que tem suas atividades coordenadas pela orientação de um gerenciamento excepcionalmente competente. Algumas dessas atividades, poucas delas, podem falhar. Outras irão, de tempos em tempos, provocar imprevistos antes de obter sucesso. O investidor deve ter absoluta certeza, no seu íntimo, de que eles são temporários e não permanentes. E, se esses problemas produzirem um declínio significativo no preço das ações afetadas e prometerem uma solução em questão de meses e não de anos, ele provavelmente estará em solo seguro ao considerar que é o momento certo de adquirir uma ação.

Não são todos os momentos de compra que surgem de problemas corporativos. Em setores industriais, tal como a produção química, em que grandes capitais financeiros são exigidos para cada dólar sobre as vendas, outro tipo de oportunidade às vezes ocorre. A matemática dessas situações é geralmente assim: uma nova unidade ou novas unidades de produção são erguidas por, digamos, US\$ 10 milhões. Um ano ou dois depois de essas unidades terem entrado em funcionamento integral, os engenheiros da companhia as avaliarão em detalhes. Eles surgem com propostas para o emprego de um capital adicional de, digamos, US\$ 1,5 milhão. Para esse investimento de 15% sobre o capital total, os engenheiros demonstram como a produção das unidades pode aumentar em, talvez, 40% da capacidade prévia.

Obviamente, como as unidades já apresentam lucro e uma produção de 40% a mais já pôde ser alcançada e vendida com apenas 15% do custo de capital, e como quase nenhum investimento geral em infraestrutura está envolvido, a margem de lucro sobre esses 40% adicionais de produção é excepcionalmente favorável. Se o projeto for bastante grande a ponto de afetar a rentabilidade da companhia como um todo, comprar ações

da empresa antes que essa melhoria na produtividade financeira seja refletida no preço de mercado dessas ações pode significar, de maneira semelhante, uma oportunidade de escolher a empresa certa no momento certo.

Qual o denominador comum em cada um dos exemplos apresentados? É o fato de que uma melhoria considerável nos rendimentos seja detectada no tipo de empresa certa, mas cujo aumento específico nos rendimentos não tenha produzido ainda um movimento de alta nos preços das ações da companhia. Creio que sempre que essa situação ocorrer o tipo certo de investimento pode ser considerado um fator de predisponibilidade total para a compra. Por outro lado, quando isso não ocorrer, um investidor ainda poderá ganhar dinheiro em longo prazo se ele comprar ações de companhias destacadas. Entretanto, é melhor que ele seja paciente, pois levará um tempo maior até que ele possa auferir ganhos maiores. Em curto prazo, ele terá de se contentar com um lucro consideravelmente pequeno com relação ao seu investimento original.

Isso significa que, se uma pessoa possui algum dinheiro para investir, deve ignorar completamente as tendências futuras do ciclo dos negócios e aplicar 100% desses recursos quando encontrar as ações certas, conforme definido no Capítulo 3, e detectar um bom momento para a compra, conforme indicado no Capítulo 4? Um período de recessão pode acontecer logo depois que essa pessoa tenha feito esse investimento. Como um declínio de 40% a 50% do seu pico não é considerado um índice absolutamente incomum, até mesmo para as melhores ações num período usual de recessão, não seria muito arriscado ignorar completamente o ciclo dos negócios?

Acredito que se possa expor a esse risco numa etapa avançada pelo investidor que, por um período considerável, já possui a maioria das suas ações numa situação bem estabelecida. Quando adequadamente

escolhidas, essas ações já devem ter apresentado alguns ganhos de capital substanciais. Entretanto, para o momento em questão, ou pelo fato de ele acreditar que alguns dos seus títulos de crédito devam ser vendidos, ou ainda por alguns fundos financeiros novos terem cruzado o seu caminho, esse investidor possui recursos afinal para comprar algo novo. A menos que seja um daqueles anos raros em que a compra especulativa prevalece no mercado de ações e os principais sinais de tempestade econômica são virtualmente percebidos (como aconteceu em 1928 e 1929), acredito que esse tipo de investidor deva ignorar quaisquer adivinhações das tendências futuras dos negócios em geral, ou do mercado de ações. Em vez disso, ele deve investir seus recursos financeiros tão logo surja uma boa oportunidade de compra.

Em vez de adivinhar qual caminho os negócios em geral, ou o mercado de ações, irão tomar, ele deve julgar, com apenas uma pequena margem de erro, o que a companhia da qual ele pretende adquirir ações de participação fará com relação aos negócios em termos gerais. Dessa forma, ele poderá dar início aos seus investimentos contando com duas vantagens. Ele poderá apostar em algo com bases sólidas, em vez de confiar em suposições. Além disso, desde que, por definição, ele esteja somente comprando ações numa situação em que, por uma ou outra razão, estejam prestes a apresentar um aumento significativo na sua rentabilidade, num futuro em curto ou médio prazo, ele terá um segundo fator de sustentação. Assim como as suas ações podem aumentar acima da média depois que essa nova fonte de rentabilidade passa a ser reconhecida no mercado e, caso tudo dê certo nos negócios, se por infortúnio ele tiver feito essa nova aquisição antes de uma crise geral no mercado, tal fonte de rendimentos deve impedir que essas ações caiam, bem como as outras do mesmo gênero.

Entretanto, muitos investidores não se encontram na situação privilegiada de ter à disposição uma série de investimentos bem selecionados adquiridos confortavelmente abaixo dos preços correntes. Talvez essa seja a primeira vez que eles disponham de recursos para aplicar. Talvez eles possuam um portfólio de títulos ou de ações relativamente estáticas que, por fim, pretendam converter em ações que no futuro lhes apresentem lucros consideráveis. Se esses investidores passassem a possuir novos recursos ou desenvolvessem o desejo de mudar para as ações de participação, após um prolongado período de prosperidade e muitos anos de aumento nos preços das ações, eles deveriam, mesmo assim, ignorar os riscos de uma possível recessão nos negócios? Esse investidor não estaria numa posição muito favorável se, mais tarde, ele percebesse que havia comprometido todos, ou a quase todos, os seus recursos, perto do ápice de um longo aumento ou um pouco antes de um grande declínio.

Esse fato representa um problema. No entanto, a solução para essa questão não é particularmente difícil; como em tantas outras coisas relacionadas ao mercado de ações, é necessário um pouco de paciência. Acredito que os investidores desse grupo devam começar a comprar o tipo adequado de ações tão logo tenham a certeza de tê-las encontrado. Todavia, tendo escolhido esse tipo de compra, eles devem programar o momento certo para outras aquisições. Eles devem aguardar muitos anos até que a parcela final dos seus recursos disponíveis tenha sido investida. Ao fazer isso, se o mercado apresentar um declínio severo em algum momento durante esse período, eles ainda terão um poder aquisitivo disponível para usufruir as vantagens dessa situação. Se nenhum declínio acontecer e eles já tiverem selecionado adequadamente suas aquisições previamente, eles poderão obter, pelo menos, alguns lucros substanciais sobre esses títulos. Isso proporcionaria uma amortização para que, caso

um severo declínio aconteça num momento inoportuno — logo depois de a parcela final dos seus recursos ter sido totalmente investida —, os lucros sobre as primeiras aquisições compensem em grande parte, senão totalmente, os declínios sobre as aquisições mais recentes. Dessa forma, nenhum prejuízo grave ao capital original seria observado.

Há outra razão igualmente relevante para que os investidores que ainda não tenham obtido um resultado de investimentos satisfatório, e não possuam recursos financeiros suficientes para programar suas aquisições, devam fazê-lo. Essa razão se baseia no fato de que esses investidores têm como demonstrar na prática, antes de utilizar todos os seus recursos, que eles ou seus consultores são suficientemente capazes de lidar com a técnica dos investimentos para atuar com certa eficiência. Na hipótese de esse resultado não ser obtido, pelo menos todos os recursos do investidor não estariam comprometidos antes que ele tenha um sinal de alerta para revisar suas técnicas de investimento ou contratar alguém que faça isso em seu lugar.

Todos os tipos de investidores do mercado de ações devem ter em mente uma ideia fundamental; caso contrário, a constante preocupação da comunidade financeira com as fases negativas do ciclo dos negócios impedirá que diversos investimentos de valor sejam realizados. Essa ideia consiste no fato de que na segunda metade do século XX a fase atual do ciclo dos negócios é somente uma, com pelo menos cinco forças potenciais. Todas essas forças, seja pela psicologia de massa, seja pela operação econômica direta, podem exercer uma influência extremamente poderosa sobre os níveis gerais dos preços das ações.

As outras quatro influências são: as tendências das taxas de juros, as medidas governamentais gerais voltadas para os investimentos e para o setor privado, o aumento inflacionário em longo prazo e, talvez, a mais

poderosa de todas, as novas invenções e técnicas como elementos que afetam o setor industrial obsoleto. Essas forças dificilmente impulsionam os preços das ações na mesma direção e ao mesmo tempo. Além disso, nenhuma delas terá necessariamente uma importância maior por longos períodos de tempo. Essas influências são tão complexas e diversas que o curso mais seguro a ser seguido é aquele que, à primeira vista, parece ser o mais arriscado. Esse curso seria realizar um investimento sempre que o seu conhecimento sobre uma empresa específica puder justificar essa atitude. Não devemos nos deter diante de temores ou expectativas baseadas em conjecturas, ou ainda nos basearmos em conclusões decorrentes de rumores e desconfianças.

QUANDO VENDER E QUANDO NÃO VENDER

HÁ VÁRIAS BOAS RAZÕES PELAS QUAIS UM INVESTIDOR pode querer vender ações. Ele pode estar pretendendo construir uma nova casa ou ajudar um filho a abrir um negócio. Qualquer outra razão semelhante pode, do ponto de vista de melhorar nossa vida, justificar a venda de ações. De qualquer maneira, a motivação para esse tipo de venda se baseia muito mais em uma questão pessoal do que financeira. Como tal, ela está além do escopo deste livro. Esses comentários são elaborados apenas para especificar o tipo de venda que é motivado por um único objetivo – obter o maior benefício financeiro possível por meio do investimento dos recursos disponíveis.

Acredito haver apenas três razões para a venda de qualquer ação do mercado que tenha sido originariamente selecionada segundo os princípios de investimento já discutidos. A primeira dessas razões é óbvia para qualquer um. Ela é identificada quando um erro é cometido durante a compra original, e fica claro que as perspectivas factuais de determinada empresa são, em uma margem significativa, menos favoráveis do que se imaginava. O manuseio adequado desse tipo de situação é, em grande parte, uma questão de autocontrole emocional. Até certo

ponto, ele também depende da habilidade do investidor de ser honesto consigo mesmo.

Duas características importantes do investimento em ações são os altos lucros que podem advir de uma administração adequada e o alto grau de habilidade, conhecimento e julgamento exigido para essa administração. Como o processo para obter esses lucros extraordinários é bastante complexo, não é de admirar que certo percentual de erros na aquisição de ações certamente ocorra. Felizmente, os lucros em longo prazo, provenientes de ações em valorização no mercado, em geral vão além da compensação das perdas percentuais usuais causadas por esses erros. Normalmente, eles também deixam uma enorme margem de ganhos. Tal fato é especialmente verdadeiro quando o erro é logo reconhecido. Quando isso ocorre, os prejuízos, se existirem, costumam ser bem menores do que quando percebidos tardiamente. Um fator ainda mais importante é que os recursos, presos a uma situação indesejável, podem ser liberados para ser utilizados de outra maneira que, quando escolhida com sabedoria, poderá render ganhos substanciais.

Entretanto, há um fator complicador que torna mais difícil lidar com os erros de investimento. Essa questão é o ego em cada um de nós. Ninguém gosta de admitir a si mesmo que errou. Quando cometemos um erro ao comprar ações, mas podemos vendê-las com um lucro baixo, perdemos, de algum modo, a noção do nosso ato tolo. Por outro lado, se as vendemos com um pequeno prejuízo, ficamos contrariados com a situação. Essa reação, embora completamente natural e esperada, constitui provavelmente um dos fatores mais perigosos com o qual nos deparamos durante todo o processo de investimento. Muito mais dinheiro provavelmente foi perdido por investidores em ações que eles na verdade não desejavam manter para que “pelo menos saíssem ilesos” da situação. Se às

perdas reais fossem acrescentados os lucros que poderiam ter sido auferidos pelo reinvestimento adequado desses recursos caso ele tivesse sido feito no momento inicial de identificação do erro, o preço do autofavorecimento seria enorme.

Além disso, esse descontentamento em assumir perdas, mesmo uma perda pequena, é tão ilógico quanto natural. Se o verdadeiro objetivo do investimento em ações é a obtenção de lucros percentuais em períodos anuais, a diferença entre, digamos, um prejuízo de 20% e um lucro de 5% torna-se uma questão comparativamente insignificante. O que importa não é o fato de uma perda ocorrer ocasionalmente. O que conta realmente é sabermos se os lucros consideráveis deixam de se materializar com uma frequência tal que nos faça questionar a habilidade do investidor ou do seu consultor no manuseio dos investimentos.

Embora as perdas nunca devam nos causar grandes pesares ou preocupações emocionais, também não devem ser ignoradas. Elas devem ser sempre revisadas com cuidado para que possamos aprender com cada uma delas. Se os elementos específicos que causaram um julgamento equivocado na aquisição de ações do mercado forem bem interpretados, é improvável que outra aquisição errônea venha a ser feita por meio de uma nova análise equivocada desses mesmos fatores de investimento.

Deparamo-nos agora com a segunda razão pela qual a venda de ações deveria ser realizada, segundo os princípios de investimento já descritos nos Capítulos 2 e 3. As escolhas referentes às vendas devem recair sobre as ações de uma companhia que, em razão de mudanças ao longo do tempo, não mais se qualifique, com relação às quinze questões analisadas no Capítulo 3, da mesma forma como foi qualificada no momento da compra. É por esse motivo que os investidores devem estar em constante estado de alerta. É por isso que é tão importante

manter sempre um contato estreito com os negócios das empresas cujas ações possuímos.

Quando as empresas se deterioram dessa maneira, isso geralmente ocorre por uma ou duas razões. Ou houve uma deterioração na administração, ou a companhia não conta mais com o prospecto de ampliar o mercado para os seus produtos da maneira como outrora fazia. Às vezes, a administração se deteriora pelo fato de o sucesso ter afetado um ou alguns dos seus principais executivos. Vaidade, egoísmo e inércia passam a valer mais do que a extinta criatividade e senso de orientação. Frequentemente, isso ocorre quando um novo grupo de executivos não alcança os padrões de desempenho estabelecidos por seus predecessores. Talvez eles não mantenham mais as estratégias que proporcionaram sucesso à companhia, ou não tenham habilidade suficiente para levar adiante essas estratégias. Quando algum desses fatores ocorre, as ações afetadas devem ser vendidas imediatamente, sem levar em consideração as boas condições do mercado ou a quantidade de ganhos capitais auferidos.

De maneira semelhante, ocorre, às vezes, de uma companhia que cresce de forma espetacular durante muitos anos, atingir um estágio em que as perspectivas de crescimento no mercado estejam exauridas. A partir daí, ela somente acompanhará o desempenho da indústria como um todo. Ela só progredirá em torno do mesmo nível da economia nacional. Essa mudança pode não ser atribuída a nenhuma deterioração administrativa. Muitas administrações demonstram grande habilidade em desenvolver produtos relacionados ou afins para usufruir as vantagens de crescimento no seu campo imediato. Elas reconhecem, todavia, que não possuem nenhuma vantagem especial caso tentem se inserir em esferas de atividade não relacionadas. Dessa forma, se depois de vários anos como especialista num setor industrial jovem e em fase de crescimento,

os tempos mudam e a companhia esgota os prospectos de crescimento do seu mercado, suas ações passam a se deteriorar de modo considerável, segundo os critérios frequentemente descritos nas nossas quinze questões. Nesse momento, essas ações devem ser vendidas.

Nesse caso, a venda deve acontecer num ritmo mais moderado do que diante da hipótese de uma decadência administrativa. Possivelmente, uma parte do investimento deve ser mantida até que um novo investimento mais adequado seja encontrado. Entretanto, em qualquer hipótese, a empresa não deve mais ser identificada como uma fonte conveniente de investimentos vantajosos. A quantidade de ganhos de capital, sem levar em consideração a sua magnitude, raramente impede a transformação desses recursos em outra situação que, nos anos subsequentes, possa crescer de maneira similar ao modo como esse investimento outrora cresceu.

Existe um bom teste para sabermos se as empresas não mais se qualificam adequadamente para essa questão do crescimento adicional. Basta o investidor verificar se, no próximo pico do ciclo dos negócios, independentemente do que possa acontecer nesse meio-tempo, os rendimentos por ações (de subsídios para dividendos em ações e do aumento do número de ações com redução do seu valor nominal, mas não para as novas ações emitidas para um capital adicional) irão demonstrar, pelo menos, um crescimento tão grande a partir dos níveis atuais quanto o do último pico conhecido da atividade da empresa em termos gerais. Se a resposta for afirmativa, as ações provavelmente devem ser mantidas. Se for negativa, elas devem ser vendidas.

Para aqueles que seguem os princípios certos ao realizarem suas aquisições originais, a terceira razão por que as ações podem ser vendidas raramente é justificada e deve ser colocada em prática apenas se um

investidor tiver absoluta certeza sobre a sua posição. Ela decorre do fato de que as oportunidades para um investimento atraente são extremamente difíceis de ser encontradas. Quanto ao seu momento de ocorrência, elas raramente são encontradas exatamente quando os recursos podem ser disponibilizados. Caso um investidor disponha de recursos para aplicações por um bom tempo e identifique algumas situações atraentes nas quais ele pretenda aplicar esses recursos, ele deve concentrá-los, total ou parcialmente, numa companhia que ele acredite ter perspectivas de crescimento definidas. Entretanto, essas perspectivas de crescimento podem se encontrar num nível anual médio mais vagaroso com relação a outra situação ainda mais atraente no futuro. A empresa escolhida pode, em alguns outros aspectos importantes, parecer menos atraente.

Se as evidências forem nítidas e o investidor tiver certeza de sua posição, pode ser compensador, mesmo tendo de pagar impostos sobre os ganhos de capital, aderir à situação nova com perspectivas mais promissoras. A companhia que demonstra um aumento anual médio de 12% por um longo período que pode durar anos representa uma fonte de retorno financeiro considerável para os seus acionistas. No entanto, a diferença entre esses resultados e aqueles que podem provir de uma companhia que apresenta um ganho anual médio de 20% compensaria os inconvenientes adicionais e os impostos sobre os ganhos de capital envolvidos.

Entretanto, deve-se ter um pouco de cautela com relação a vender ações precipitadamente na esperança de transformar esses recursos num investimento ainda melhor. Há sempre o risco de que o elemento principal no quadro geral dos negócios seja julgado erroneamente. Se isso acontecer, o investimento provavelmente não terá o resultado esperado. Ao contrário, um investidor alerta que possua ações valorizadas durante algum tempo normalmente passa a conhecer as suas características positivas

bem como as suas características negativas. Portanto, antes de abrir mão de títulos relativamente satisfatórios, com a finalidade de obter um investimento melhor, há a necessidade de um cuidado especial ao tentar apurar todos os elementos da situação.

Neste momento, o leitor crítico provavelmente já identificou um princípio de investimento fundamental que, de longe, parece apenas ser compreendido por uma pequena minoria de investidores de sucesso. Ele se baseia no fato de que, uma vez que as ações sejam convenientemente selecionadas e tenham resistido ao teste do tempo, poucas vezes haverá alguma razão para vendê-las. Entretanto, comentários e recomendações sempre surgem na comunidade financeira, justificando as razões para a venda de ações no mercado. E quanto à validade dessas razões?

A justificativa mais frequente para essas razões é a convicção de que um declínio geral no mercado de ações, de determinada proporção, esteja na iminência de acontecer. No capítulo anterior, tentei demonstrar que adiar uma aquisição atraente em razão do medo daquilo que o mercado, em termos gerais, possa apresentar se mostrará por demais oneroso ao longo dos anos. Isso se deve ao fato de o investidor ignorar uma influência poderosa sobre a qual ele tem um conhecimento positivo e ceder ao medo de uma força menos poderosa sobre a qual, no estado presente do conhecimento humano, ele próprio ou qualquer outra pessoa estejam apenas conjecturando. Se estiver correta a argumentação de que a compra de ações atraentes do mercado não deve ser indevidamente influenciada pelo temor do usual mercado em baixa, o argumento contra a venda de ações em evidência, em razão desses temores, é ainda mais marcante. Todos os argumentos mencionados no capítulo anterior aplicam-se aqui com a mesma intensidade. Além disso, a chance de o investidor ter sucesso ao realizar essas vendas passa a

ser ainda mais comprometida pela questão dos impostos sobre os ganhos de capital. Em razão dos altos lucros que essas ações em evidência oferecem, quando mantidas por um período de alguns anos, os impostos sobre os ganhos de capital podem vir a acentuar ainda mais os custos dessas vendas.

Há outra razão, ainda mais onerosa, pela qual um investidor nunca deve abrir mão de uma situação de destaque em decorrência da possibilidade de uma eventual fase de baixa no mercado. Se a companhia for a companhia certa, a próxima fase de alta no mercado apresentará um novo pico nas ações acima dos níveis até então obtidos. Como o investidor poderia saber quando comprar de novo? Teoricamente, o momento seria após o declínio. No entanto, pressupõe-se que o investidor deva saber quando o declínio irá terminar. Tenho presenciado muitos investidores disporem de títulos que ofereceriam ganhos magníficos nos anos subsequentes em razão desse temor de um eventual mercado em baixa. Com frequência, o mercado em baixa nunca aconteceu e as ações subiram paulatinamente. Na ocorrência de um mercado em baixa, não presenciei uma só vez em que o investidor efetivamente retornasse às mesmas ações antes que elas ultrapassassem seu preço de venda. Geralmente, ou ele esperava que elas caíssem bem mais do que de fato acontecia, ou, quando elas estavam em declínio, o temor por algum outro fator impedia o seu restabelecimento.

Isso nos leva para outra linha de raciocínio muitas vezes utilizada para fazer investidores bem-intencionados, porém pouco sofisticados, perder grandes lucros futuros. Trata-se do argumento de que ações destacadas passam a ser supervalorizadas e, portanto, devem ser vendidas. O que seria mais lógico do que isso? Se determinadas ações do mercado estão em fase de supervalorização, por que não vendê-las em vez de mantê-las?

Antes de chegarmos a conclusões precipitadas, devemos enxergar um pouco além da superfície. O que vem a ser a supervalorização? O que buscamos realizar? Quaisquer ações em fase de valorização devem ser vendidas, e o serão, numa proporção elevada com relação aos rendimentos correntes em comparação àquelas ações com uma produtividade financeira estável e não expansiva. Afinal de contas, essa probabilidade de participação num processo de crescimento contínuo é obviamente vantajosa. Quando afirmamos que determinadas ações encontram-se supervalorizadas, podemos estar querendo dizer que elas estão sendo vendidas numa proporção ainda mais elevada, com relação a essa rentabilidade esperada, do que efetivamente esperávamos. Possivelmente, podemos estar querendo dizer que elas estão sendo vendidas por um valor ainda mais elevado em comparação com outras ações com perspectivas semelhantes de ampliar materialmente os seus rendimentos futuros.

Todos esses fatores almejam mensurar algo com um grau de precisão maior do que, de fato, é possível. O investidor não pode determinar com exatidão quanto em ações individuais uma empresa privada poderia auferir em dois anos a partir do momento presente. Ele pode, na melhor das hipóteses, fazer um julgamento subjetivo utilizando critérios gerais e não matemáticos, manifestados por meio de expressões como “valores em torno da média”, “um pouco acima da média”, “bem acima da média”, ou “demasiadamente acima da média”. Na verdade, a administração de cúpula de uma companhia não pode fazer muito mais do que isso. Ela, ou o próprio investidor, pode chegar bem perto de uma análise satisfatória, ao julgar a probabilidade de um aumento considerável nos rendimentos médios em alguns anos no futuro. Entretanto, o valor exato desse aumento, ou exatamente o ano em que ele virá a ocorrer, costuma envolver conjecturas sobre condições variáveis o suficiente para tornar essas previsões impossíveis.

Sob essas circunstâncias, como alguém poderia determinar com moderada precisão o conceito do que é supervalorizado para uma empresa destacada no mercado com uma taxa de crescimento extraordinariamente veloz? Suponhamos que, em vez de serem negociadas com base num rendimento 25 vezes maior, como normalmente acontece, as ações fossem, no momento, negociadas com base num rendimento 35 vezes maior. Talvez surjam novos produtos num futuro imediato, o único elemento de importância econômica real que a comunidade financeira parece ainda não ter compreendido. Ou, talvez, esses produtos nunca venham a existir. Se a taxa de crescimento for boa o suficiente para quadruplicar o potencial da companhia dentro de um período de dez anos, por que deveríamos nos preocupar se, no momento, as ações apresentassem 35% de supervalorização? O mais importante é não comprometermos uma posição que pode ser bastante proveitosa no futuro.

Mais uma vez, nosso velho amigo, o imposto sobre os ganhos de capital, acrescenta algo às nossas conclusões. Ações em crescimento que são recomendadas para a venda por estarem supostamente supervalorizadas quase sempre incidem num considerável ônus tributário aos seus portadores quando são vendidas. Portanto, além do risco de perder uma posição permanente numa companhia que, ao longo dos anos, deve continuar a oferecer ganhos adicionais excepcionais, também incorremos numa responsabilidade fiscal considerável. Não seria mais seguro e menos oneroso simplesmente interpretar que essas ações poderiam estar momentaneamente além do seu valor real? Nós já podemos contar com um lucro considerável em cima delas. Se, por um momento, essas ações vêm a perder, digamos, 35% da sua cotação corrente no mercado, seria essa realmente uma questão para nos preocuparmos? Mais uma vez, não seria uma questão mais importante a manutenção da nossa posição, em vez da

possibilidade de perdermos temporariamente uma pequena parcela do nosso ganho de capital?

Há, ainda, outro argumento que os investidores, às vezes, utilizam para se dissociar dos lucros que eles, de outro modo, aufeririam. Este é o mais absurdo de todos. Baseia-se no fato de as ações que eles possuem terem tido um grande progresso. Dessa forma, justamente por terem tido alta no mercado, elas provavelmente esgotaram grande parte do seu potencial. Consequentemente, os investidores devem vendê-las e comprar outras ações que ainda não subiram no mercado. As empresas de destaque, aquelas que acredito serem as únicas das quais o investidor deve adquirir as ações, simplesmente não funcionam dessa maneira. O seu funcionamento pode ser mais bem compreendido por meio da análise da seguinte analogia fictícia:

Suponhamos que hoje fosse o dia da sua formatura na universidade. Caso você nunca tenha cursado uma universidade, imaginemos que hoje fosse o dia da sua formatura no curso secundário; para o nosso exemplo não haveria diferença nenhuma. Agora vamos supor que nesse dia seus colegas de classe tivessem uma necessidade urgente de dinheiro o mais breve possível. Cada um deles lhe propõe o mesmo acordo. Se você lhes disponibilizasse uma quantia em dinheiro equivalente a dez vezes o que eles ganhariam durante os primeiros doze meses depois de terem conseguido emprego, aquele seu colega em especial deveria, como um saldo devedor, lhe devolver um quarto dos seus rendimentos de cada ano! Por fim, vamos supor que, embora tenha achado essa proposta excelente, você disponha apenas de um dinheiro extra, o suficiente para fechar o acordo com apenas três dos seus colegas.

Nesse momento, a sua lógica se assemelharia muito à do investidor que utiliza princípios de investimentos saudáveis ao selecionar ações do

mercado. Você passaria automaticamente a analisar os seus colegas, não do ponto de vista da sua simpatia por eles, ou segundo o seu talento pessoal, mas unicamente em razão da quantidade de dinheiro que eles seriam capazes de ganhar. Se você pertencesse a uma classe numerosa, provavelmente eliminaria muitos deles apenas pelo fato de não conhecê-los suficientemente bem para julgá-los de forma válida pelo potencial financeiro que eles efetivamente poderiam ter. Aqui, mais uma vez, a analogia com a compra de ações de valor é bastante estreita.

Com certeza, você escolheria os três colegas de classe que julgasse oferecerem a melhor perspectiva de produtividade financeira no futuro. Você fecharia o seu acordo com eles. Dez anos se passaram. Um dos seus três colegas se saiu magnificamente. Tendo conseguido emprego numa grande companhia, ele obteve sucessivas promoções. Pessoas ligadas à companhia afirmam que o presidente está de olho nele e que, em cerca de mais uns dez anos, ele provavelmente estará no topo da hierarquia na organização. Ele conseqüentemente será muito bem recompensado do ponto de vista financeiro, terá opções para a compra de ações da companhia, além dos demais benefícios decorrentes do seu emprego.

Sob essas circunstâncias, o que achariam até mesmo aqueles que elaboram os relatórios do mercado de ações – e defendem a obtenção de lucros sobre ações extraordinárias que “superam os valores de mercado” – se você desistisse do contrato com esse colega apenas porque alguém tivesse lhe oferecido 600% sobre o seu investimento original? Você acharia que qualquer pessoa estaria fora do seu juízo normal se lhe aconselhasse a transferir esse contrato e substituí-lo por outro, cujo contratante auferisse rendimentos anuais exatamente iguais aos rendimentos adquiridos dez anos antes, no término dos seus estudos. O argumento de que o seu colega bem-sucedido tenha progredido precocemente e que

o sucesso do seu colega (financeiramente) desafortunado ainda estivesse por vir parece não fazer muito sentido. Se o leitor conhecer bem as suas ações, muitos dos argumentos genéricos para a venda das ações de qualidade também parecem não fazer nenhum sentido.

Podemos achar que esses argumentos soam bem, mas o fato é que colegas de classe não são ações do mercado financeiro. Com certeza, há uma diferença primordial. Essa diferença aumenta, ao invés de diminuir, as razões para nunca vendermos ações de mercado diferenciadas, só porque tiveram uma alta enorme e possam estar temporariamente supervalorizadas. A diferença é que o colega de classe possui um tempo de vida definido, pode vir a falecer em breve, e com certeza morrerá um dia. Não existe um limite de tempo definido para os títulos em ações. A empresa por trás dos títulos em ações pode dispor de uma prática para selecionar o talento gerencial com profundidade e treiná-lo nas políticas da companhia, nos seus métodos e nas suas técnicas, de uma maneira que será absorvida pela corporação e repassada com um vigor que viverá por várias gerações. Vejamos o caso da Du Pont, no seu segundo século de existência corporativa. Observemos a Dow Química, vários anos após a morte do seu brilhante fundador. Nesta era de anseios humanos ilimitados e mercados excepcionais, não há limites para o crescimento corporativo, diferentemente da imposição do tempo de vida sobre os indivíduos.

Talvez as ideias apresentadas neste capítulo possam ser resumidas numa só frase: se a tarefa for corretamente cumprida no momento em que as ações são adquiridas, o momento de vendê-las é quase nunca.

A TURBULÊNCIA DOS DIVIDENDOS

HÁ UM GRAU CONSIDERÁVEL DE IDEIAS emaranhadas e uma aceitação geral de meias verdades sobre uma série de aspectos dos investimentos em ações. Entretanto, sempre que consideramos o significado e a importância dos dividendos, a confusão presenciada pelo investidor parece ser quase monumental.

Essa confusão e aceitação de meias verdades se estendem, até mesmo, à escolha das palavras usualmente utilizadas ao descrevermos diversos tipos de movimentação de dividendos. Imaginemos que uma empresa não pague nenhum dividendo, ou apenas um dividendo de valor pequeno. O seu presidente solicita que a diretoria passe a pagar um dividendo de valor substancial. Essa medida é tomada imediatamente. Ao comentarem essa manobra, o presidente ou os diretores sempre descrevem essa medida como necessária para que “alguma coisa seja feita” pelos acionistas. Subentende-se que se a empresa não pagasse ou elevasse o valor dos dividendos ela não estaria fazendo absolutamente nada pelos seus acionistas. Isso pode muito bem ser uma verdade. Entretanto, tal raciocínio certamente não é verdadeiro pelo simples fato de não ter sido efetuada nenhuma movimentação de dividendos. É possível que

por meio da aplicação de recursos, não sob a forma de dividendos, mas com a finalidade de construir uma nova unidade de produção, de lançar uma linha inédita de produtos, ou de instalar equipamentos mais econômicos numa unidade de produção em operação, a administração esteja fazendo ainda mais para beneficiar o acionista em vez de repassar esses recursos como dividendos. Não importa o que se faça com quaisquer rendimentos que não são repassados como dividendos, os aumentos na taxa de dividendos são invariavelmente considerados ações de dividendos “favoráveis”. Possivelmente, a redução ou eliminação dos dividendos é quase sempre considerada “desfavorável”.

Uma das principais razões da confusão sobre os dividendos no consciente popular é a grande variação entre a quantidade de benefícios, caso existam, que se acumula diante do acionista cada vez que os rendimentos deixam de ser repassados a ele e, em vez disso, são retidos pela companhia. Algumas vezes, ele não goza absolutamente de nenhum desses benefícios em decorrência dos lucros retidos. Outras vezes, o benefício lhe é atribuído num sentido negativo. Se os rendimentos não fossem retidos, seus títulos cairiam de valor. No entanto, os rendimentos retidos, em nenhum sentido, aumentam o valor dos seus títulos e, assim, não parecem lhe oferecer benefício algum. Finalmente, nos diversos casos em que o acionista obtém grandes benefícios por meio dos lucros retidos, eles se acumulam em proporções bastante diversas com relação a diferentes tipos de acionistas dentro de uma mesma companhia, confundindo ainda mais o raciocínio do investidor. Em outras palavras, cada vez que os ganhos não são repassados como dividendos, essa manobra deve ser examinada no seu próprio mérito para que se verifique exatamente o que acontece de fato. É importante, nesse caso, ir além do superficial e discutir algumas dessas diferenças detalhadamente.

Quando é que os acionistas não recebem nenhum benefício dos rendimentos retidos? Uma das possibilidades ocorre quando a administração sobrepõe o dinheiro em caixa e o ativo líquido bem além de quaisquer necessidades presentes ou prospectivas dos negócios. A administração pode não ter nenhum motivo abominável para agir assim. Alguns executivos adquirem senso de confiança e segurança acumulando reservas líquidas desnecessárias. Eles não parecem perceber que, dessa forma, reforçam a sua própria sensação de segurança ao não entregarem os recursos do acionista, os quais ele pode utilizar a seu exclusivo critério e como bem entender. Hoje em dia, existem leis tributárias que visam conter esse mal para que, enquanto ele ainda exista, não tenha o mesmo impacto de outrora.

Há outro modo pelo qual os ganhos são frequentemente retidos pela empresa sem conceder qualquer benefício significativo aos seus acionistas. Ele ocorre quando administrações de qualidade inferior obtêm um retorno abaixo do normal sobre o capital presente nos negócios e, ainda assim, utilizam os ganhos retidos visando simplesmente ampliar a operação ineficiente em vez de aperfeiçoá-la. O que acontece normalmente é que, tendo a administração gestora, em tempo, construído um amplo domínio ineficiente sobre o que gerir, geralmente acaba justificando os altos salários para si mesma com base na premissa de estar realizando um ótimo trabalho. Os acionistas, dessa forma, acabam adquirindo pequenos lucros ou, absolutamente, lucro nenhum.

Nenhuma dessas situações geralmente afeta o investidor que segue os conceitos discutidos neste livro. O nosso investidor compra ações por serem destacadas e não por serem baratas. As administrações que contam com operações ineficientes e de baixa qualidade não se qualificam nos termos das nossas quinze questões. Ao mesmo tempo, as administrações

qualificadas certamente encontram formas de utilização para os recursos excedentes e não apenas os acumulam!

Como podem os rendimentos retidos na companhia ser absolutamente necessários e não ter a possibilidade de aumentar o valor das ações dos seus acionistas? Isso pode acontecer de duas maneiras. Uma delas é quando uma mudança nos costumes, ou nas forças da demanda popular, obriga cada empresa competitiva a gastar dinheiro naqueles recursos que de modo nenhum aumentam o volume dos negócios, mas causam prejuízo caso esses gastos não sejam realizados. Uma loja de vendas a varejo, que instala um sistema de ar-condicionado de alto custo, configura um exemplo clássico dessa situação. Depois que cada loja concorrente tiver instalado tal equipamento, nenhum aumento líquido nos negócios acontecerá e, no entanto, a loja que não realizou a manobra competitiva poderá vivenciar uma diminuição no seu número de clientes num dia quente de verão. Como, por alguma razão, o nosso conhecido sistema contábil e as leis tributárias que nele se baseiam não fazem nenhuma distinção entre o "ativo" dessa espécie e aquele que verdadeiramente aumentou o valor dos negócios, o acionista geralmente acha que não está sendo tratado como merece quando os rendimentos não lhe são repassados e quando não chega até ele nenhum aumento em valores do montante retido na companhia.

A outra maneira, ainda mais importante, pela qual os lucros retidos deixam de produzir lucros adicionais resulta de uma falha ainda mais grave dos nossos métodos contábeis usuais. No nosso mundo atual, repleto de mudanças importantes e instantâneas no valor de compra das nossas unidades monetárias, os padrões contábeis operam como se o dólar fosse uma unidade de valor fixa. Os contadores afirmam que é desse modo que a contabilidade deve operar. Isso pode muito bem ser

verdade; entretanto, se um balancete deve ter alguma relação com os valores reais do ativo descrito acima, a confusão que se forma parece semelhante ao que aconteceria caso engenheiros e pesquisadores realizassem os seus cálculos, no nosso mundo tridimensional, utilizando apenas a geometria plana de duas dimensões.

A amortização na teoria deveria ser suficiente para substituir o ativo existente quando ele não fosse mais economicamente utilizável. Se a taxa de desvalorização fosse adequadamente calculada e o custo de substituição do ativo permanecesse imutável durante a sua vida útil, isso certamente aconteceria. No entanto, com os custos sempre em elevação, a desvalorização total acumulada raramente é suficiente para substituir o ativo desatualizado. Portanto, montantes adicionais devem ser retidos dos lucros simplesmente para compensar a diferença caso a companhia queira manter o seu patrimônio.

Esse fator, que afeta todos os investidores, geralmente afeta os acionistas das empresas em crescimento em menor escala. Isso porque a taxa de aquisição de novos bens de capital (em vez de apenas substituir ativos prestes a serem saldados) é normalmente tão veloz, que grande parte da depreciação recai sobre o ativo adquirido e instalado em algum lugar próximo dos valores atuais. Um percentual menor dessa taxa se destina ao ativo instalado há alguns anos numa fração dos custos atuais.

Seria repetitivo entrar em detalhes sobre os casos em que a retenção dos lucros para a construção de novas unidades de produção e para o lançamento de novos produtos provou ser uma vantagem espetacular aos investidores. Entretanto, considerarmos quanto determinado tipo de investidor se beneficia comparado a outro qualquer justifica uma análise cautelosa por duas razões. Essa é uma questão sobre a qual sempre há uma interpretação equivocada em toda a comunidade financeira. Trata-se também de uma

questão cuja interpretação adequada nos fornece um esclarecimento simples para a avaliação do real significado dos dividendos.

Examinemos essas concepções falsas sobre aqueles que mais se beneficiam dos dividendos por meio de um exemplo fictício. A Companhia bem administrada denominada XYZ tem demonstrado um crescimento acelerado nos seus lucros ao longo dos últimos anos. A taxa de dividendos permaneceu a mesma. Consequentemente, enquanto ela arrecadou 50% dos lucros, quatro anos antes, para pagar os dividendos, um grande poder de rentabilidade adicional se desenvolveu nesse período, de modo que para pagar os mesmos dividendos, nos dias atuais, são necessários apenas 25% dos lucros no ano corrente. Alguns diretores pretendem elevar os dividendos. Outros alegam que nunca anteriormente a companhia teve tantos locais atraentes para investir o seu lucro retido. Eles afirmam, além disso, que seria apenas mantendo a taxa, em vez de elevá-la, que haveria a possibilidade de explorar todas as oportunidades interessantes disponíveis. Somente dessa maneira o crescimento máximo poderia ser alcançado. Nesse momento, uma discussão vigorosa se inicia com o objetivo de decidir qual curso deve ser seguido.

Alguém nesse quadro fictício de executivos certamente diz uma das meias verdades mais comuns na comunidade financeira sobre os dividendos. Essa afirmação defende que, se a Companhia XYZ não elevar os seus dividendos, ela estará favorecendo os seus acionistas de maior porte à custa daqueles mais modestos. A teoria por trás dessa afirmação é que o grande acionista encontra-se presumivelmente no patamar mais elevado. Após pagar os impostos, o grande acionista retém um percentual bem menor dos seus dividendos do que o pequeno acionista. Portanto, ele não aprecia o aumento dos dividendos, enquanto o pequeno acionista, por sua vez, o acha conveniente.

Na verdade, se é mais interessante para cada acionista individual da Companhia XYZ que haja uma elevação nos dividendos ou que mais recursos sejam reinvestidos, dependerá de outro fator que não o porte dos seus rendimentos. Vai depender da disposição de cada acionista de separar uma parcela dos seus rendimentos para um investimento adicional. Milhões de acionistas nos patamares de investimento mais baixos administram seus negócios para que possam, a cada ano, resguardar uma quantia qualquer, mesmo modesta, para investimentos adicionais. Se eles agem dessa forma e, como é bem provável nesse caso, devem arcar com os encargos de imposto de renda, basta nos basearmos numa questão aritmética elementar para concluir que o quadro de diretores estaria agindo contra os seus interesses, ao aumentar os dividendos, num momento em que todas essas oportunidades consideráveis encontram-se disponíveis para a utilização dos lucros retidos da companhia. Em contrapartida, os dividendos elevados podem ser interessantes para o grande acionista que tem uma necessidade urgente de lucros adicionais, uma contingência que não é totalmente desconhecida daqueles com altos encargos tributários.

Analisemos a lógica de toda essa questão. Quase todos que contam com recursos excedentes suficientes para possuir ações do mercado provavelmente terão também renda suficiente para se enquadrar, pelo menos, na categoria tributária mais inferior. Portanto, uma vez que ele tenha utilizado toda a sua isenção individual de dividendos de US\$ 50,00, até mesmo o acionista mais modesto presumivelmente terá de pagar um imposto de pelo menos 20% sobre qualquer rendimento adicional que ele venha a receber como dividendos. Além disso, ele ainda deve pagar uma taxa de corretagem sobre cada ação adquirida. Em razão de encargos fracionados, taxas de comissão mínimas etc., esses custos alcançam um

percentual bem mais elevado sobre os montantes envolvidos em pequenas aquisições, em comparação às de maior porte. Esse fato disponibiliza o capital efetivo para reinvestimento bem abaixo de 80% do valor recebido. Se o acionista estiver numa categoria tributária superior, o percentual sobre um aumento de dividendos que ele efetivamente pode utilizar para reinvestimento se torna proporcionalmente menor.

Existem, obviamente, alguns tipos específicos de acionistas, tais como universidades e fundos de aposentadoria, que são isentos de imposto de renda. Existem também alguns indivíduos com um rendimento em dividendos menor do que a isenção individual de US\$ 50,00, embora o número total de ações pertencente a esse grupo seja pequeno. Para esses grupos especiais a equação é, de certa forma, diferente. Entretanto, para a grande maioria dos acionistas, independentemente do seu porte, não há como evitar o seguinte fato básico sobre os dividendos. Se eles estiverem resguardando uma parcela dos seus rendimentos em vez de gastá-la, e se os seus recursos estiverem investidos no tipo certo de ações do mercado, sem dúvida eles estarão numa situação mais privilegiada se as gestões dessas empresas reinvestirem esses lucros em vez de repassá-los aos investidores sob a forma de dividendos que, por sua vez, eles terão de reinvestir da mesma maneira.

Também não constitui uma vantagem ter 100% desses recursos à disposição, em vez de uma quantia mais modesta, depois de descontados os impostos e as taxas de corretagem — a única quantia que os acionistas obtêm. Escolher as ações do mercado corretas não é uma tarefa simples e fácil. Se a empresa for boa para os dividendos, o investidor pode dizer que já fez a escolha certa. Dessa forma, ele normalmente corre menos riscos ao permitir que essa boa gestão proceda aos investimentos adicionais desses lucros excedentes retidos, no seu lugar, em vez de assumir riscos diante de erros

na busca de investimentos novos e igualmente atraentes por conta própria. Quanto mais destacada for a empresa, considerando a retenção ou o repasse dos lucros, mais importante torna-se essa questão. É por essa razão que até mesmo o acionista que não paga imposto de renda e não gasta cada centavo adquirido dos seus rendimentos, acha mais interessante para si, bem como para seus outros participantes, fazer essas empresas reter os fundos para usufruir novas oportunidades.

Avaliados nesse contexto, os dividendos começam a adquirir uma perspectiva real. Para aqueles que desejam o maior benefício por meio do uso dos seus recursos, os dividendos começam a perder rapidamente a importância que muitos indivíduos da comunidade financeira atribuem a eles. Esse fato é tão verdadeiro com o investidor conservador, que penetra no mercado de ações institucional em fase de crescimento, como com aqueles que desejam e são capazes de assumir maiores riscos para obter maiores lucros. A opinião de que um elevado retorno em dividendos constitui um fator de segurança é às vezes expressa. A teoria por trás disso alega que, como as ações mais produtivas já oferecem um retorno acima da média, elas não podem ser supervalorizadas e é improvável que caiam muito. Nada poderia estar mais distante da verdade. Todos os estudos que analisei sobre esse assunto indicam que muitas dessas ações que apresentam um mau desempenho nos preços são o resultado do pagamento de dividendos elevados e não do pagamento de dividendos mais baixos. Outro exemplo de gestão de qualidade que aumenta os dividendos e, assim, sacrifica oportunidades consideráveis para o reinvestimento de grandes lucros nos negócios é o do administrador de uma fazenda que coloca precipitadamente a sua extraordinária produção animal à disposição no mercado, a partir do momento em que pode vendê-la, em vez de mantê-la para que possa obter o preço

máximo acima dos seus custos. Ele acaba gerando um pequeno lucro no momento da venda, porém por um custo espantoso.

Já comentei a respeito da companhia que aumenta os seus dividendos em vez de pagá-los. Tenho conhecimento de que quase todas as companhias agem dessa maneira enquanto o investidor ocasional não necessitar dos rendimentos. Somente com raras exceções, até mesmo nas empresas mais destacadas, a oportunidade de crescimento é tão grande a ponto de a gestão administrativa não ter condições de pagar uma parcela dos rendimentos e ainda assim – pela retenção do restante e pelo financiamento – obter um lucro em espécie considerável para usufruir possíveis oportunidades de crescimento. Cada investidor deve decidir, sobre suas próprias necessidades, quanto dinheiro investir em empresas que apresentem características de crescimento tão fora do comum que nenhum dividendo seja justificável. O mais importante, todavia, é que as ações não sejam adquiridas em empresas cuja distribuição de dividendos seja tão enfatizada a ponto de restringir um crescimento compreensível.

Essas observações nos conduzem ao que provavelmente constitui o aspecto mais importante, porém menos discutido, dos dividendos. É a questão da regularidade ou da segurança. O investidor sensato planeja os seus negócios. Ele enxerga de longe aquilo que ele pode ou não fazer com seus rendimentos. Ele pode não se importar com o aumento imediato dos ganhos, mas exige garantias contra o decréscimo dos rendimentos e a interrupção inesperada dos seus planos que esse decréscimo pode causar. Além disso, ele deseja decidir-se entre as empresas que reinvestem grande parte ou o total dos seus rendimentos e aquelas que crescem num ritmo razoável, porém mais lento, cujo retorno ocorre numa proporção menor.

Por essas razões, aqueles que estabelecem políticas inteligentes sobre as relações com os acionistas e aqueles que apreciam as taxas de rendimento mais elevadas para as suas ações que essas relações produzem geralmente evitam o raciocínio conturbado observado em tantas corporações e em meio a executivos da área financeira. Eles estabelecem uma política de dividendos e não a modificam. Eles, ainda, deixam os seus acionistas a par dessa política. Eventualmente, eles podem até mesmo alterar os dividendos de forma substancial, mas raramente alteram a estratégia.

Essa estratégia se baseia no percentual dos rendimentos que devem ser retidos nos negócios para um crescimento máximo. Nas empresas mais novas e em fase de crescimento acelerado, pode ocorrer que os dividendos não sejam pagos durante anos. Posteriormente, quando o ativo chegar ao ponto em que o retorno da depreciação for maior, de 25% a 40% dos lucros serão pagos aos acionistas. Nas empresas mais velhas, esses índices de pagamento variam de uma empresa para outra. Entretanto, em hipótese nenhuma, os percentuais brutos regulam o exato valor distribuído; esse fato faz os dividendos de determinado período anual ser diferentes dos do período anterior. E isso é exatamente o que os acionistas não querem que aconteça, já que esse fator impossibilita um planejamento independente por parte deles em longo prazo. Eles almejam a determinação de uma quantia estabelecida que aproxime esses percentuais e a distribuição dos dividendos regularmente – trimestral, semestral ou anualmente, conforme o caso. Com o crescimento dos rendimentos, ocorre o ocasional aumento dessa quantia, elevando a taxa de distribuição ao nível percentual anterior. Entretanto, isso somente acontecerá quando: a) os recursos estiverem disponíveis para usufruir as oportunidades de crescimento que a gestão administrativa estiver descobrindo e b) houver razões suficientes para acreditar que esse novo índice

regular possa ser mantido a partir de então, possibilitando um subsequente período de baixa nos negócios ou o surgimento de oportunidades de crescimento adicionais.

As gestões administrativas cujas políticas de dividendos obtêm maior aprovação entre os investidores são aquelas que sustentam que o valor dos dividendos deve ser aumentado com a maior cautela possível e somente quando houver uma grande possibilidade de mantê-lo. De modo semelhante, apenas em situações realmente emergenciais a taxa desses dividendos deve baixar. É surpreendente o número de representantes de corporações financeiras que aprovam o pagamento de dividendos extras de uma só vez. Eles agem assim mesmo que esses dividendos adicionais imprevistos, quase sempre, deixem de exercer um impacto permanente sobre o preço de mercado das suas ações — o que indica como essas estratégias são contrárias aos desejos da maioria dos investidores de longo prazo.

Independentemente da política de dividendos adotada por uma empresa, com o passar do tempo, ela passa a atrair investidores adeptos de uma ou de outra filosofia, desde que a companhia siga a estratégia proposta de forma consistente. Muitos acionistas, bem ou mal, ainda preferem um elevado índice de retorno. Outros optam por índices mais modestos. Há aqueles, por sua vez, que preferem não ter retorno nenhum. Alguns investidores apreciam um índice bastante baixo combinado com pequenos dividendos anuais regulares. Outros já preferem o índice mais baixo por si só. Se uma gestão administrativa seleciona uma dessas estratégias alinhada às suas necessidades naturais, ela normalmente forma um grupo de acionistas que busca a continuação dessa política de investimento. Uma gestão administrativa sensata que pretende obter prestígio em seus investimentos em ações deve respeitar esse desejo de continuidade.

Haveria, talvez, uma comparação estreita entre o estabelecimento de uma estratégia relacionada aos dividendos e uma estratégia ligada à abertura de um restaurante. O proprietário de um restaurante de sucesso poderia abrir um excelente negócio fazendo um empreendimento de alto custo. Ele poderia, ainda, abrir um ótimo negócio, num local agradável, oferecendo o maior número possível de pratos diferentes pelo menor preço possível. Poderia, também, fazer sucesso oferecendo pratos húngaros, chineses ou italianos, cada um atraindo um segmento específico. Os clientes frequentariam o lugar em busca de certo tipo de culinária. No entanto, apesar de toda a sua habilidade, ele não poderia absolutamente formar uma clientela fiel caso um dia servisse os pratos mais caros, no dia seguinte os mais baratos e, eventualmente, sem avisar, passasse a servir pratos exóticos. Nesse mesmo sentido, a companhia que vive modificando a sua política de dividendos não atrai acionistas permanentes. Suas ações não constituem os melhores investimentos em longo prazo.

No que diz respeito à consistência da política de dividendos, desde que os investidores possam se programar antecipadamente com alguma segurança, toda essa questão dos dividendos constitui uma etapa bem menos importante no quadro de investimentos do que se costuma julgar por meio de argumentos infundáveis frequentemente levantados sobre a preferência relativa de uma estratégia de dividendos específica. Os maiores grupos na comunidade financeira que discutem esse ponto de vista não são capazes de explicar o número de ações que não oferecem nenhuma perspectiva, além de um rendimento abaixo da média, durante anos a fio, e que mesmo assim têm beneficiado tanto os seus portadores. Diversos exemplos desses investimentos em ações já foram mencionados. Outro investimento típico dessa espécie é o da Companhia Rohm & Haas. O quadro de investimentos dessa empresa passou a ser publicamente disponível, pela primeira

vez, em 1949, quando um grupo de banqueiros investidores adquiriu um lote considerável de ações mantidas pela Alien Property Custodian e elas foram novamente oferecidas ao público. O valor publicamente ofertado foi de US\$ 41,25. Naquele tempo, o mercado pagava apenas US\$ 1,00 em dividendos, acrescentados por meio de dividendos de participação. Tendo em vista o baixo rendimento, muitos investidores achavam que as ações não constituíam um investimento conservador atraente. A partir dessa data, no entanto, a companhia continuou a pagar dividendos de participação e aumentou os dividendos em dinheiro em intervalos frequentes, embora os rendimentos tenham permanecido bastante baixos e os títulos tenham sido vendidos acima de US\$ 400,00. O proprietário original da Companhia Rohm & Haas recebeu dividendos de participação de 4% ao ano, a partir de 1949 até o ano de 1955, e de 3% em 1956, de modo que seu ganho de capital aumentou mais de dez vezes.

Na verdade, não deveria ser dado tanto peso às considerações sobre dividendos por aqueles que pretendem selecionar ações destacadas no mercado. Talvez o aspecto mais peculiar desse assunto tão discutido seja que aqueles que dão menor importância aos dividendos acabam obtendo o melhor retorno. Vale repetir aqui que, num período de cinco a dez anos, os melhores resultados em termos de dividendos não decorrem de ações do mercado de alta rentabilidade mas daquelas que contam com um retorno relativamente menor. Portanto, lucrativos são os resultados dos empreendimentos realizados por gestões administrativas excepcionais que, enquanto mantêm a política de distribuição de uma parcela pequena dos rendimentos correntes, faz a quantidade real em dólares, distribuída progressivamente, exceder o que poderia ter sido obtido por meio de ações do mercado com rentabilidade muito alta. Por que essa tendência lógica e natural não pode prosseguir no futuro?

CINCO NEGATIVAS PARA OS INVESTIDORES

NEGATIVA 1. Não compre ações de empresas novas.

Encontrar empresas que desenvolvam novos produtos e processos, ou explorem novos mercados, é um princípio que se aproxima do âmago de um investimento de sucesso. Empresas recém-inauguradas ou prestes a iniciar suas atividades frequentemente possuem esse perfil. Muitas delas são constituídas com a finalidade de desenvolver um produto inovador. Várias são criadas para participar de setores industriais, tais como a eletrônica, que contam com um grande potencial de desenvolvimento. Outro grande grupo é formado para descobrir minérios ou outros recursos naturais – um campo cujo retorno, em termos de sucesso, pode ser compensador. Por essas razões, as companhias mais novas que ainda não conseguem auferir lucros sobre as suas operações podem, à primeira vista, parecer um investimento de valor.

Há outro argumento que frequentemente aumenta o interesse. Ele defende que, ao comprar neste momento, em que as primeiras ações são oferecidas ao público, há uma chance para “se inserir na empresa a partir das bases”. A empresa bem-sucedida, neste momento, vende suas ações

por diversas vezes o valor pelo qual elas foram originariamente oferecidas. Portanto, por que esperar e deixar que alguém ganhe todo esse dinheiro no seu lugar? Em vez disso, por que não utilizar os mesmos métodos de investigação e julgamento ao encontrar um novo empreendimento de destaque agora em promoção numa corporação de sucesso?

Do ponto de vista dos investimentos, acredito haver uma questão básica que coloca qualquer empresa que não tenha, pelo menos, dois ou três anos de operações comerciais e um ano de lucros operacionais numa categoria totalmente diferente de outra já estabelecida – mesmo uma empresa tão pequena que não tenha mais do que um milhão de dólares em vendas anuais. Na empresa já estabelecida, todas as funções principais dos negócios já operam no presente. O investidor pode acompanhar a produção da companhia, as vendas, a contabilidade de custos, a equipe executiva e todos os outros aspectos das suas operações. Talvez o mais importante seja que ele pode obter a opinião de outros estudiosos qualificados que estão na posição de observar regularmente algumas, ou todas, essas características de força ou de fraqueza na companhia a ser avaliada. Em contrapartida, quando uma companhia ainda se encontra no estágio promocional, tudo o que um investidor ou qualquer outro pode fazer é analisar o seu planejamento e imaginar quais seriam os seus problemas e os seus pontos fortes. Isso é algo ainda mais difícil de fazer e expõe o investidor a uma probabilidade bem maior de erro nas conclusões alcançadas.

Na verdade, isso é algo tão difícil que mesmo diante da grande habilidade do investidor é impossível obter até mesmo a fração de uma “médica reduzida” para selecionar empresas de destaque a serem alcançadas caso o julgamento seja confinado a operações estabelecidas. Muito frequentemente, as empresas “em promoção” são dominadas por um ou dois indivíduos que contam com um grande talento para determinadas etapas no

procedimento dos negócios, mas deixam muito a desejar de outros talentos igualmente essenciais. Eles podem ser excelentes homens de vendas, mas não dispõem de outros tipos de habilidades nos negócios. Geralmente, eles são inventores ou homens de produção que desconhecem por completo que até mesmo os melhores produtos necessitam de um marketing habilidoso, bem como de um processo de fabricação. O investidor raramente está na posição de convencer esses indivíduos das deficiências de suas habilidades ou de suas organizações. Normalmente, ele nem pode indicar a esses indivíduos como e onde encontrar esses talentos.

Por essas razões, não importa quanto essas companhias em promoção possam parecer atraentes à primeira vista, acredito que as suas finanças devem ser sempre delegadas a grupos especializados. Esses grupos dispõem de grande talento gerencial para fomentar os pontos fracos quando as operações os expõem. Aqueles que não podem suprir essas qualidades e convencer novas gestões administrativas da necessidade de tirar proveito dessa contribuição concluirão que investir em companhias “em promoção” acaba sendo uma experiência altamente frustrante. Há uma série de ótimas oportunidades em meio às empresas estabelecidas, de modo que os investidores devem ter como regra nunca comprar ações de empreendimentos promocionais, não importando quão atraentes eles possam parecer.

NEGATIVA 2. Não ignore um bom investimento em ações só porque ele é negociado “em mercado de balcão”.

A atratividade de ações não listadas *versus* as ações listadas na bolsa de valores é estreitamente ligada à capacidade de comercialização de um grupo em contraposição a outro. Todos devem reconhecer a

importância da capacidade de comercialização. Normalmente, muitas, senão todas as aquisições, devem ser confinadas a ações que podem ser vendidas diante de uma razão – financeira ou pessoal – para essa negociação. Entretanto, parece haver certa confusão no pensamento dos investidores quanto ao que proporciona uma proteção adequada nessa questão. Esse fato, em contrapartida, dá margem a uma confusão ainda maior sobre a preferência dessas ações não listadas na bolsa. Elas são comumente chamadas de “ações de mercado de balcão”.

O motivo dessa confusão reside em mudanças fundamentais que vêm acontecendo no mercado de ações nos últimos tempos – mudanças que tornam o mercado da década de 1950 bastante diferente até mesmo do inesquecível mercado dos anos 1920. Durante grande parte dos anos 1920 e em todo o período anterior, os corretores da bolsa somente tinham clientes ricos e em número reduzido. Em geral, as aquisições eram realizadas em grandes lotes, frequentemente em múltiplos de milhares de ações. O objetivo era vender a alguém por um valor mais elevado. A especulação era a ordem do dia no lugar do investimento. Comprar na margem – ou seja, com fundos emprestados – era, na ocasião, um método de operação aceito por todos. Hoje em dia, um grande percentual de todas as aquisições é negociado à base de caixa.

Muitas coisas aconteceram para modificar esses mercados otimistas do nosso passado. Altas alíquotas de impostos sobre a renda e sobre os bens adquiridos é uma delas. Uma influência ainda mais importante é a tendência contínua de nivelar os rendimentos ano após ano na legislação americana. O número de cidadãos mais ricos e mais pobres diminui a cada ano. Todos os anos nota-se um aumento da classe média, fato que provocou um encolhimento proporcional dos grandes compradores de ações e um crescimento ainda maior dos pequenos

compradores. Junto com eles aconteceu um crescimento extraordinário em outra classe de compradores, o comprador institucional. O consórcio de investimentos, os fundos previdenciários e de participação nos lucros e, até em certo grau, os confiáveis departamentos dos grandes bancos não representam grandes compradores. Em vez disso, eles são formados por alguns profissionais encarregados de administrar as economias de inúmeros pequenos compradores.

Em parte como consequência, e em parte como causa responsável por tudo isso, as mudanças fundamentais foram inseridas nas nossas leis e instituições afetando o mercado de ações. O Securities and Exchange Commission (SEC) foi criado para impedir o tipo de manipulação e operações especulativas que se sucediam nas negociações do mercado de ações no passado. As normas em vigor limitam a margem de compra a uma fração de um total que outrora era considerado costumeiro. No entanto, o mais importante, conforme já discutido num capítulo anterior, é que a corporação dos dias atuais é algo totalmente diferente do que era. Pelas razões já expostas, a corporação nos dias de hoje é programada para ser utilizada muito mais como um meio de investimento para aqueles que desejam um crescimento em longo prazo do que como um veículo de negociação usual.

Todos esses fatores modificaram profundamente o mercado. Houve indubitavelmente um incontestável aprimoramento extraordinário – um aprimoramento, no entanto, à custa da comercialização. A liquidação das ações, em média, diminuiu ao invés de aumentar. Apesar do crescimento econômico espantoso e de um infundável processo de aumento no número de ações, com redução do seu valor nominal, o volume de negociações na Bolsa de Valores de Nova York diminuiu. Com relação às operações mais modestas, elas quase foram extintas. O especulador, o

comprador usual e até mesmo o “laranja” que tenta antecipar as expectativas não nos conduziram a uma economia saudável. Entretanto, eles contribuíram para um mercado de convertibilidade.

Não pretendo me envolver em questões semânticas. Não obstante, deve-se admitir que tudo isso resultou no declínio gradual do “corretor de valores” e na ascensão do que se poderia chamar de “vendedor de ações”. No que diz respeito às ações, o corretor trabalha num mercado de leilões. Ele aceita uma encomenda de alguém que já decidiu o curso dos seus investimentos. Ele associa essa encomenda com outra que ele ou algum outro corretor recebeu para negociar. Esse processo é relativamente rápido. Se as encomendas recebidas forem para um grande número de ações, o corretor poderá trabalhar mediante uma comissão bastante pequena para cada uma das ações negociadas e ainda assim obter um lucro considerável.

Comparemos esse profissional com o vendedor que deve passar por uma rotina demorada para persuadir o cliente do curso de ação a ser tomada. Há somente um número limitado de horas por dia. Portanto, para fazer os seus lucros se equiparar aos lucros do corretor, ele passa a cobrar uma comissão mais alta pelos seus serviços. Esse fato é especialmente verdadeiro caso o vendedor trabalhe com muitos pequenos clientes em vez de lidar com um número reduzido de clientes de grande porte. Segundo as condições econômicas atuais, os pequenos clientes são aqueles a que a maioria dos vendedores deve servir.

As transações da bolsa ainda operam primariamente como um veículo para os corretores e não para os vendedores. As comissões aumentaram. No entanto, elas só aumentaram em comparação àquelas relacionadas a outros tipos de serviço. Em contrapartida, o mercado paralelo opera com base num princípio diferente. Todos os dias, representantes

designados pela Associação Nacional dos Negociantes de Títulos de Crédito⁶ distribuem jornais locais com as cotações, contando com uma longa lista dos títulos em ações ativos e não listados que sejam do interesse dos acionistas daquela localidade. Tais dados são compilados por meio do contato próximo com o mercado paralelo, mais ativo na negociação desses títulos. Ao contrário daqueles fornecidos pelas bolsas de valores, essas cotações não são as faixas de preços dentro das quais as operações se realizaram. Elas nem poderiam ser, já que não há nenhuma instituição na qual essas transações são registradas. Em vez disso, elas são cotações por lances e solicitações. Essas cotações supostamente fornecem o valor mais elevado pelo qual as instituições financeiras interessadas irão concorrer para cada uma dessas ações e o valor de oferta mais baixo pelo qual elas as venderão.

Uma verificação detalhada quase sempre irá demonstrar que as cotações registradas, ao lado da procura ou do lance, estarão estreitamente alinhadas com o que poderia ser obtido para as ações no momento em que a cotação foi fornecida. A oferta é normalmente maior do que a procura numa proporção muitas vezes maior do que a comissão da transação no mercado das ações vendidas pelo mesmo valor. Essa diferença é calculada visando possibilitar que o mercado paralelo compre pelo preço de compra, pague aos seus vendedores uma comissão proporcional ao tempo gasto na venda dos títulos e, ainda, gere um lucro razoável depois de descontadas as despesas gerais. Por outro lado, se um cliente, principalmente um cliente de grande porte, faz uma oferta à mesma instituição financeira para comprar essas ações, de modo que nenhuma comissão de vendas esteja envolvida, ele normalmente pode adquiri-las pelo preço

⁶ National Association of Security Dealers.

de compra, mais cerca do equivalente à comissão da transação. Como um negociante do mercado paralelo expressou certa vez, "Nós temos um só mercado do lado da procura. Do lado da oferta temos dois. Nós temos um mercado de varejo e de atacado, dependendo em parte do tamanho da compra e da quantidade de vendas e serviços envolvidos".

Esse sistema nas mãos de um negociante inescrupuloso está sujeito a abusos óbvios. Aliás, como qualquer outro sistema. Entretanto, se o investidor escolher um negociante do mercado paralelo com a mesma cautela que ele utilizaria ao escolher qualquer outro especialista para uma prestação de serviços usual, esse sistema funcionará surpreendentemente bem. O investidor médio não tem o tempo nem a habilidade para selecionar os seus próprios títulos de investimento. Por meio da estreita supervisão que os negociadores proporcionam às aplicações, o investidor é capaz de receber, com efeito, algo semelhante a uma consultoria de investimentos. Dessa forma, vale a pena arcar com os custos envolvidos.

Do ponto de vista do investidor mais sofisticado, no entanto, os reais benefícios desse sistema não se relacionam com a compra. Eles têm relação com o aumento da liquidez ou da comercialização que ele produz para as ações não listadas que ele deseja adquirir. Pelo fato de as margens de lucro disponíveis para os negociantes dessas ações serem suficientemente amplas para valer a pena, muitos negociantes do mercado paralelo mantêm um inventário regular das ações que eles normalmente manejam. Geralmente, eles não relutam em adquirir lotes de ações de 500 ou de mil dólares quando entram em disponibilidade. Se surgem lotes maiores nas suas emissões favoritas, eles normalmente organizam uma reunião de vendas e estipulam uma direção especial para mobilizar as ações a serem disponibilizadas. Eles costumam solicitar a uma comissão especial de vendas para realizar essa tarefa. Entretanto,

tudo isso significa que, se as ações em mercado de balcão são negociadas por dois ou mais negociantes de alto nível, elas costumam contar com um alto grau de comercialização para atender às necessidades da maioria dos investidores. Dependendo do montante oferecido, pode-se solicitar ou não a uma comissão especial de vendas que movimente uma cota considerável. No entanto, para aquilo que é considerado no máximo um percentual relativamente pequeno do valor de venda, as ações que o investidor pretende vender podem, na verdade, ser convertidas em dinheiro sem arruinar o mercado.

Como esses fatores se comparam à comercialização das ações listadas na bolsa de valores? A resposta depende, em grande parte, de a quais ações e de a qual bolsa nos referimos. Com relação às emissões mais ativas listadas na Bolsa de Valores de Nova York, mesmo dentro das condições atuais, um mercado de leilões relativamente grande ainda existe para que, em tempos normais, todas as ações de maior porte possam ser movimentadas pelas taxas de comissão prevalecentes sem fazer cair os preços. Para as ações menos ativas, listadas na Bolsa de Valores de Nova York, o aspecto do poder de comercialização ainda pode ser considerado justo, porém ele pode, às vezes, decair muito, caso as comissões regulares dependam do momento de surgimento das grandes encomendas de vendas. Para as ações do mercado listadas nas pequenas transações, minha opinião é que esse poder de comercialização frequentemente acaba sendo muito pior.

As transações da bolsa reconheceram essa situação e tomaram as medidas necessárias para se adequar a ela. Hoje, sempre que surge um lote de ações no qual a transação seja grande demais para o mercado numa situação usual, deverá ser dada a permissão para o uso de recursos como "as ofertas especiais". Isso quer dizer apenas que a oferta é divulgada a todos os membros, a quem é dada uma comissão maior e predeterminada

para a venda dessas ações. Em outras palavras, quando um lote é grande demais para os corretores poderem manejá-lo como corretores, no sentido exato da palavra, eles recebem comissões consideráveis como uma compensação para efetuar as vendas como vendedores.

Todos esses fatores diminuem o espaço aparente entre os mercados listados e não listados num período como o atual, em que mais e mais compras estão sendo realizadas, mais por vendedores do que por corretores que apenas anotam as encomendas. Tal fato não significa que, do ponto de vista da comercialização, as ações conhecidas e negociáveis na Bolsa de Valores de Nova York não tenham vantagem nenhuma sobre as ações do mercado paralelo. Significa, sim, que as melhores dessas ações de mercado de balcão têm frequentemente mais liquidez do que as ações de muitas das companhias listadas na Bolsa de Valores norte-americana e nas diversas bolsas regionais espalhadas pelo país. Imagino que aqueles ligados ao mercado das bolsas menores discordariam abertamente dessa afirmação. Não obstante, creio que um estudo sem preconceitos sobre os fatos demonstraria a veracidade dessa questão. É por isso que grande parte das pequenas e médias empresas mais promissoras tem se recusado a listar as suas ações nas bolsas menores nos últimos anos. Em vez disso, elas têm dado preferência aos mercados paralelos até que as suas empresas atinjam determinado porte que lhes garanta uma “situação privilegiada” — ou seja, a listagem na Bolsa de Valores de Nova York.

Em suma, quanto às ações do mercado paralelo, as regras para o investidor não divergem demais das relacionadas às ações inscritas na bolsa. Em primeiro lugar, tenha absoluta certeza de ter escolhido o investimento correto. Depois disso, escolha um corretor competente e consciencioso. Se um investidor estiver em solo seguro em relação a esses dois aspectos, ele não precisará temer a compra de ações simplesmente

porque elas são negociadas em “mercado de balcão” e não na bolsa de valores oficial.

NEGATIVA 3. Não compre ações apenas por gostar do seu relatório anual.

Os investidores nem sempre têm o cuidado de analisar o que os faz adquirir algumas ações e não outras. Se tivessem, eles ficariam surpresos do quanto se influenciam pelos comentários dos relatórios anuais das empresas para os seus acionistas. Esse espírito do relatório anual pode refletir as filosofias da gestão administrativa, as estratégias ou os objetivos com tanta exatidão como a prestação de contas financeira da auditoria é capaz de refletir os resultados em dólares e centavos do período em questão. No entanto, o relatório anual pode também refletir pouco mais do que a habilidade do departamento de relações públicas da empresa de criar uma impressão sobre a companhia na opinião pública. Não há como sabermos se o presidente da empresa efetivamente redige as observações no relatório anual, ou se um funcionário do setor de relações públicas as escreve no seu lugar, solicitando apenas a sua assinatura. Fotos atraentes e belos gráficos ilustrados não refletem necessariamente um gerenciamento competente e firme que trabalha em harmonia e com entusiasmo.

Deixar que o tom e o discurso geral de um relatório anual influenciem sua decisão de comprar ações é o mesmo que comprar um produto por causa de um anúncio apelativo na mídia. O produto pode ser tão atraente quanto o anúncio. Ele pode, no entanto, não ser. Para um produto de baixo preço, pode parecer sensato comprar dessa maneira e descobrir, por si próprio, se ele é de fato bom. No tocante às ações do mercado, todavia, devo dizer que poucos de nós somos suficientemente ricos para suportar a compra impulsiva. Vale também lembrar que os relatórios

anuais, hoje em dia, são geralmente preparados para estimular a boa vontade do acionista. É importante ir além desses relatórios e buscar os fatos fundamentais. Como todas as ferramentas de vendas, eles tendem a colocar a corporação "um passo à frente". Raramente apresentam discussões completas e balanceadas dos verdadeiros problemas e dificuldades dos negócios. Normalmente, eles só apresentam visões otimistas.

Se um investidor não deve deixar uma reação favorável do conteúdo de um relatório anual influenciar excessivamente as suas atitudes, o que dizer do contrário? Deveria ele deixar que reações desfavoráveis o influenciassem? Normalmente não, pois mais uma vez ele estaria avaliando o conteúdo de uma caixa pelo papel externo que a envolve. Há, contudo, uma exceção importante a essa regra. Ela ocorre quando esses relatórios deixam de dar informações eficientes sobre questões de real significado para o investidor. Empresas que seguem essas políticas não são geralmente aquelas mais indicadas para fornecer as bases fundamentais para um investimento de sucesso.

NEGATIVA 4. Não presume que o preço elevado pelo qual algumas ações são vendidas com relação aos ganhos é necessariamente uma indicação de que o crescimento adicional nesses ganhos já tenha sido amplamente descontado no preço.

Há um erro com consequências graves na lógica dos investimentos que por ser bastante comum merece uma menção especial. Para explicá-lo, vamos tomar como exemplo uma empresa fictícia. Vamos chamá-la aqui de Corporação XYZ. Ela tem atendido excepcionalmente a todos os requisitos das nossas quinze questões. Durante três décadas, tem ocorrido um crescimento constante tanto nas vendas como nos lucros, e também tem sido desenvolvida uma quantidade satisfatória de novos produtos, uma forte indicação de crescimento comparável no

período subsequente. A excelência da companhia é geralmente apreciada em toda a comunidade financeira. Consequentemente, durante anos, as ações da Empresa XYZ têm sido vendidas por um valor de vinte a trinta vezes maior com relação aos ganhos correntes. Isso representa quase o dobro para cada dólar ganho, com o preço médio de venda das ações inventadas de outra companhia, digamos, a Dow Jones Industrial.

Hoje em dia, essas ações estão sendo vendidas por duas vezes o coeficiente de ganhos das médias da Dow Jones. Isso quer dizer que o seu preço de mercado é duas vezes maior com relação a cada dólar que ela ganha, bem como a média das ações que compreendem as médias da Dow Jones, com relação a cada dólar auferido. A administração da Companhia XYZ acaba de emitir uma previsão indicando que espera dobrar os ganhos nos próximos cinco anos. Com base nas evidências em mãos, a previsão parece válida.

Entretanto, um número surpreendente de investidores chega a conclusões falsas. Eles dizem que, como a Companhia XYZ está vendendo suas ações por duas vezes o valor das ações em geral, e como levará cinco anos para que os ganhos da companhia dobrem, o preço atual das ações da companhia descontará os ganhos no futuro. Eles têm certeza de que as ações estão supervalorizadas.

Ninguém pode contestar que descontar os ganhos de uma ação cinco anos à frente é plausível de superfaturamento. A falácia da sua argumentação se esteia na presunção de que, daqui a cinco anos, a Companhia XYZ estará vendendo suas ações pelo mesmo coeficiente de lucro da média das ações da Dow Jones com a qual ela se compara. Por trinta anos, as ações dessa companhia, em razão de todos aqueles fatores que a tornam uma companhia de destaque, têm sido vendidas por duas vezes o coeficiente de lucro em comparação com as demais. Esse recorde tem sido gratificante para os que acreditam nele. Se as mesmas estratégias

continuarem, daqui a cinco anos a sua gestão administrativa lançará outro grupo de produtos novos que, na próxima década, irá inflar os lucros da mesma maneira que os novos produtos aumentam os ganhos atualmente e outros o fizeram há cinco, dez, quinze ou vinte anos. Se isso acontecer, por que essas ações não poderiam ser vendidas por duas vezes o coeficiente de lucro das ações mais comuns, exatamente como acontece agora e acontecia no passado? Se isso acontecer e o coeficiente de lucro de todas as ações permanecer o mesmo, a duplicação dos ganhos da Companhia XYZ, daqui a cinco anos, também fará com que o seu preço dobre no mercado nesse período. Com base nessa afirmação, essas ações, vendidas pelo seu coeficiente de lucro usual, não podem ser consideradas absolutamente ações que descontam ganhos no futuro!

Isso é bastante óbvio. Basta olhar ao nosso redor e ver quantos investidores supostamente sofisticados se confundem nessa questão de definir qual coeficiente de lucro utilizar ao analisar até que ponto algumas ações realmente descontam o crescimento futuro. Esse fato é particularmente verdadeiro quando ocorre alguma mudança estrutural na companhia analisada. Consideremos agora a Companhia ABC, em vez da Companhia XYZ. As duas são quase idênticas, com exceção do fato de a Companhia ABC ser bem mais nova. Somente nos dois últimos anos a sua excelência fundamental passou a ser apreciada pela comunidade financeira, a ponto de suas ações serem vendidas pelo dobro do coeficiente de lucro da média das ações da Dow Jones. Parece quase impossível para muitos investidores perceber, no caso das ações, que no passado não eram vendidas por um coeficiente de lucro relativamente elevado, que o coeficiente de lucro pelo qual elas são vendidas agora pode ser um reflexo da sua qualidade intrínseca e não um desconto injustificável de crescimento adicional.

O que é relevante neste momento é compreender profundamente a natureza da companhia, com uma abordagem especial quanto ao que se espera dela daqui a alguns anos. Se o aumento brusco dos ganhos no futuro for uma questão isolada, e se a natureza da companhia não garantir que novas fontes de crescimento dos ganhos sejam desenvolvidas quando a fonte atual estiver completamente exaurida, então, nesse caso, a situação é completamente diferente. O alto coeficiente de lucro, diante dessa situação, será efetivamente descontado nos ganhos futuros. Isso acontece porque, quando o aumento atual é interrompido, as ações retornam ao mesmo preço de venda com relação aos seus rendimentos, como ações comuns. Entretanto, se a companhia deliberada e consistentemente desenvolve novas fontes de rentabilidade, e se o seu setor industrial é promissor o suficiente para possibilitar aumentos equivalentes no futuro, o coeficiente de lucro daqui a cinco ou dez anos estará, com certeza, bem acima da média das ações nos dias de hoje. Ações desse tipo frequentemente serão descontadas no futuro bem menos do que muitos investidores imaginam. É por isso que algumas das ações que, à primeira vista, parecem estar muito caras acabam se tornando grandes barganhas depois de uma análise detalhada.

NEGATIVA 5. Não confunda $\frac{1}{2}$ com $\frac{1}{4}$.

Utilizei exemplos fictícios numa tentativa de esclarecer muitas outras questões. Desta vez, pretendo usar um exemplo real. Há cerca de vinte anos, um cavalheiro que dispunha de grande habilidade para investimentos adquiriu cem ações de um estoque listado na Bolsa de Valores de Nova York. No dia em que ele decidiu comprar, as cotações fecharam a 35½. No dia seguinte, as ações foram vendidas pelo mesmo valor, mas esse senhor não pagou o valor de 35½. Ele decidiu economizar

US\$ 50,00. Ele ofereceu 35 e se recusou a pagar mais. As ações nunca mais foram vendidas por 35. Hoje, quase vinte anos depois, elas parecem ter um futuro particularmente brilhante. Como resultado dos dividendos em ações e das divisões que ocorreram nos anos subsequentes, elas são vendidas hoje por mais de US\$ 500,00.

Em outras palavras, numa tentativa de economizar US\$ 50,00, esse investidor deixou de angariar, pelo menos, US\$ 46.500,00. Além disso, não resta dúvida que o investidor teria lucrado US\$ 46.500,00, pois ele ainda possui outras ações dessa mesma companhia da qual adquiriu os títulos por valores ainda menores. Como US\$ 46.500,00 representam cerca de 930 vezes 50, isso significa que o nosso investidor teria de ter economizado o montante de US\$ 50,00 novecentas e trinta vezes para não auferir lucro nem sofrer prejuízo. Obviamente, seguir um curso de ação com esse tipo de disparidade beira a insanidade financeira.

Esse exemplo, em especial, não constitui absolutamente um exemplo extremo. Selecionei propositalmente ações que por muitos anos representaram mais um investimento retrógrado do que de liderança no mercado. Se o nosso investidor tivesse escolhido qualquer uma entre, digamos, cinquenta outras ações em fase de valorização listadas na Bolsa de Nova York, perdendo US\$ 3.500,00 sobre o valor dessas ações para economizar US\$ 50,00, isso teria lhe custado muito mais do que US\$ 46.500,00.

Para o pequeno investidor que deseja adquirir apenas algumas centenas de ações, a regra é muito simples. Se as ações parecem ser adequadas e o preço razoável, segundo os critérios correntes, compre "no mercado". A fração extra de um oitavo, um quarto, ou meio ponto a ser paga é insignificante diante do lucro que será sacrificado caso as ações não sejam obtidas. Se as ações não contam com esse potencial em longo prazo, creio que o investidor não deveria tê-las comprado em primeiro lugar.

Para o grande investidor que deseja talvez milhares de ações, o problema não é tão simples assim. Com exceção de uma minoria muito pequena de ações, o fornecimento disponível é geralmente bastante limitado, de modo que uma tentativa de comprar no mercado, mesmo que seja metade dessa quantidade desejada, pode muito bem causar um adiantamento nas cotações. Esse aumento repentino de preços, em contrapartida, produz dois efeitos adicionais, ambos com tendência a tornar a acumulação de um lote dessas ações ainda mais difícil. O aumento de preço, por si, pode ser suficiente para fazer crescer o interesse e a competição de outros compradores. Ele pode também fazer alguns daqueles que vêm planejando vender suas ações, mantê-las fora do mercado com a esperança de que o aumento continue. Portanto, o que deve fazer um grande comprador para enfrentar essa situação?

Ele deve se dirigir ao seu corretor ou consultor. Deve comunicar-lhe exatamente a quantidade de ações que deseja adquirir. Ele deve dizer ao corretor para selecionar o maior número de ações possível, porém autorizá-lo a fazer lances pequenos caso a compra dessas ações possa estimular lances competitivos. O mais importante, ele deve dar liberdade ao seu corretor para elevar o preço a um nível um pouco acima da venda mais recente. Isso deve ser decidido em consulta com o corretor ou negociante após levar em conta alguns fatores como o tamanho do lote desejado, a atividade normal das partes, o quão ansioso o investidor pode estar e qualquer outros fatores especiais que possam estar envolvidos.

O investidor pode não contar com um corretor ou consultor no qual ele tenha absoluta confiança para a execução dessa tarefa. Se esse for o caso, ele deve procurar um profissional no qual ele possa depositar a sua máxima confiança. Afinal, essa é a função principal dos corretores e dos profissionais de consultoria financeira.

OUTRAS CINCO NEGATIVAS PARA OS INVESTIDORES

NEGATIVA 1. *Não exagere na diversificação.*

Nenhum princípio de investimento é tão amplamente aclamado como a diversificação. (Algumas opiniões irônicas sugerem que isso se deve ao fato de o conceito ser tão simples que até mesmo os corretores da bolsa de valores são capazes de entendê-lo!) Seja como for, há poucas chances de o investidor médio ser influenciado a praticar uma diversificação insuficiente. As coisas horríveis que podem acontecer àqueles que “colocam todos os seus ovos na mesma cesta” são constantemente veiculadas.

Muito poucas pessoas, entretanto, pensam sobre os males que podem ocorrer quando se colocam no outro extremo da questão. A desvantagem de ter os ovos espalhados em tantas cestas diferentes é que muitos deles acabam não sendo depositados em recipientes suficientemente adequados, além de ser impossível cuidar de todas essas cestas depois que os ovos foram guardados. Por exemplo, entre os investidores com títulos em ações, contando com um valor de mercado variando entre um quarto e meio milhão de dólares, o percentual dos que detêm

25 ou mais de ações diferentes é espantoso. Não é esse número de 25 ou mais que é em si surpreendente. Antes, é o fato de que na grande maioria dos casos apenas um pequeno percentual desses títulos se concentra em ações do mercado atraentes sobre as quais o investidor ou seu consultor conte com um alto grau de conhecimento. Os investidores exageram tanto na diversificação que o temor de possuir ovos demais numa só cesta tem feito com que eles invistam muito pouco em empresas que eles conhecem muito bem, ao passo que investem demais em empresas sobre as quais eles nada sabem. Parece não lhes ocorrer, e muito menos aos seus consultores, que comprar ações de uma companhia sem ter um conhecimento suficiente sobre ela pode ser ainda mais perigoso do que proceder a uma diversificação inadequada.

Qual seria o grau de diversificação necessário e quais seriam os riscos? Seria algo parecido com carabineiros empilhando rifles. Um atirador não consegue tanta firmeza equilibrando dois rifles, como teria se utilizasse cinco ou seis posicionados adequadamente. Porém, ele pode ser tão seguro com cinco rifles como seria com cinquenta. Nessa questão da diversificação, entretanto, há uma grande diferença entre organizar rifles e adquirir ações do mercado. Com os rifles, o número necessário para uma pilha segura não depende normalmente do tipo de rifle utilizado. Com as ações, a sua natureza em si tem muito a ver com o grau de diversificação realmente necessário.

Algumas empresas, tais como a maioria das principais fabricantes de produtos químicos, contam com um grau de diversificação considerável dentro da própria companhia. Enquanto todos os seus produtos podem ser classificados como produtos químicos, muitos deles podem ter a maioria dos atributos encontrados em produtos de setores industriais completamente diferentes. Alguns podem apresentar problemas

de fabricação diferentes. Eles podem ser vendidos em meio a uma concorrência diversificada a diferentes tipos de clientes. Além disso, às vezes, quando apenas um tipo de produto químico está envolvido na negociação, o grupo de clientes pode formar um segmento tão amplo da indústria que um elemento considerável de diversificação interna pode ainda estar presente.

A extensão e a intensidade do *staff* gerencial de uma empresa – ou seja, quanto uma empresa progrediu do gerenciamento de uma só pessoa – são também fatores importantes ao decidirmos o grau protetor de diversificação intrinsecamente necessário. Por fim, os títulos de indústrias altamente cíclicas – ou seja, aqueles que flutuam irregularmente segundo as alterações da situação do ciclo dos negócios – também exigem por natureza ser equilibrados por uma maior diversificação em comparação às ações lineares, menos sujeitas a esse tipo de flutuação intermitente.

Essa diferença entre a quantidade de diversificação interna encontrada nas ações possibilita estabelecer regras rígidas e rápidas quanto à quantidade mínima de diversificação que o investidor médio exige para resultados otimizados. A relação entre as indústrias envolvidas é outro fator importante. Por exemplo, um investidor com dez ações do mesmo valor, sendo oito delas ações bancárias, pode ter uma diversificação completamente inadequada. Por outro lado, o mesmo investidor, com cada uma das suas dez ações num setor industrial completamente diferente, pode ter um grau de diversificação bem maior do que ele realmente necessita.

Reconhecendo, portanto, que cada caso é único e que não podemos estabelecer regras precisas, sugiro o seguinte guia para o que podemos considerar como necessidades de *diversificação mínima* para todos os tipos de pequenos investidores:

a. Todos os investimentos podem ser reunidos unicamente na categoria numerosa e sólida das ações em fase de valorização, da qual a Dow Química, a Du Pont e a IBM já foram mencionadas como exemplos típicos. Nesse caso, o investidor pode ter um objetivo mínimo de cinco ações no total. Isso quer dizer que ele não investiria mais do que 20% do total do seu capital original em quaisquer dessas ações. Isso *não* significa que se uma delas valorizar mais rapidamente do que as demais e se, num período de dez anos, ele obtiver 40% do valor total de mercado numa dessas ações ele estará de algum modo comprometendo esses títulos. Esse fato demonstra, é claro, que ele passou a conhecer os seus títulos e o futuro continua parecendo tão promissor para essas ações como o foi o passado recente.

Um investidor que utilize essa orientação de 20% de sua aplicação original para cada empresa deve observar que não há mais do que um teor moderado de transvariação, se houver, entre as linhas de produtos das suas cinco companhias. Dessa forma, por exemplo, se a Dow Química fosse uma dessas cinco companhias, não vejo por que a Du Pont não pudesse ser também uma delas. Há relativamente poucos lugares em que as linhas de produtos dessas duas empresas se sobrepõem ou competem. Se o investidor comprasse ações da Dow Química e de alguma outra companhia semelhante, no seu campo de atuação, a sua aquisição ainda assim seria considerável, desde que ele tivesse razões suficientes para justificar a sua atitude. Adquirir esses dois tipos de ações do mercado em campos de atividades afins pode ser bastante lucrativo ao longo dos anos. Entretanto, num exemplo como esse, o investidor deve ter em mente que a sua diversificação é essencialmente inadequada e, portanto, ele deve ficar atento diante de problemas que possam afetar os setores industriais em questão.

b. Alguns ou todos os seus investimentos podem estar na categoria de ações no *meio do caminho* entre as novas empresas em fase de crescimento, com seu alto nível de risco, e o tipo institucional de investimento descrito acima. Essas seriam empresas com uma boa equipe de gestão administrativa em vez daquelas que contam com um único homem no comando. Seriam empresas que fecham um volume de negócios entre US\$ 15 e 100 milhões ao ano e estão sempre bem engajadas em seu setor industrial. Pelo menos duas dessas empresas devem ser consideradas necessárias para equilibrar cada companhia singular do tipo A. Em outras palavras, se somente as companhias do tipo B estivessem envolvidas, um investidor poderia começar com 10% dos seus recursos disponíveis em cada uma delas. Isso resultaria em dez ações ao todo. Entretanto, as empresas dentro dessa classificação geral podem variar consideravelmente entre si, com relação ao seu grau de risco. Seria prudente considerar aquelas com o maior risco inerente como candidatas a 8% do investimento original, em vez de 10%. Em qualquer hipótese, considerar cada ação do mercado dessa espécie como uma candidata ao percentual de 8% a 10% do total do investimento original — em oposição aos 20% para o grupo A — deve nos fornecer novamente a estrutura para uma diversificação mínima adequada.

Empresas do referido grupo B são normalmente mais difíceis de ser reconhecidas pelo investidor do que aquelas do grupo A, do tipo institucional. Portanto, vale a pena fazer uma breve descrição de uma ou duas dessas companhias que tive a oportunidade de observar mais detalhadamente e posso considerar como exemplos típicos.

Vejamos o que eu disse sobre essas companhias na primeira edição deste livro e como elas se apresentam hoje em dia. A primeira empresa, do grupo B, sobre a qual me referi foi a P. R. Mallory. Eu disse:

“A companhia P. R. Mallory & Co., Inc., goza de um grau surpreendente de diversificação interna. Seus principais produtos são componentes para as indústrias eletrônica e elétrica, tais como metais especiais e pilhas comuns. Para as suas linhas de produtos mais importantes, ela é um fator principal nos respectivos setores industriais, e em alguns deles ela é a maior produtora. Muitas das suas linhas de produtos, tais como componentes eletrônicos e metais especiais, servem alguns dos segmentos que crescem mais rápido na indústria americana, dando indicações de que o crescimento da Mallory deve continuar. Em dez anos, as vendas aumentaram quase quatro vezes, chegando a um volume de cerca de US\$ 80 milhões em 1957, com cerca de um terço desse aumento resultando de aquisições externas cautelosamente planejadas e cerca de dois terços em razão do crescimento interno.

“As margens de lucro nesse período foram um pouco mais baixas com relação ao que é normalmente considerado satisfatório para uma companhia do grupo B, mas isso se deve, em parte, a gastos acima da média com pesquisas. De forma ainda mais expressiva, medidas têm sido tomadas, começando a dar indicações de um aperfeiçoamento considerável desse fator. A gestão administrativa tem demonstrado uma habilidade considerável por trás de um presidente dinâmico, e vem se desenvolvendo de forma significativa nos últimos anos. As ações da Mallory tiveram uma valorização cinco vezes maior no período de dez anos entre 1946 e 1956, frequentemente sendo vendidas por quinze vezes o valor dos rendimentos usuais.

“Talvez a sabedoria de investimento, um dos fatores mais importantes com relação a Mallory, não tenha sustentação dentro da companhia em si mas no seu interesse prévio sobre um terço da Mallory-Sharon Metals Corporation. Essa companhia está sendo planejada como uma

combinação da Mallory-Sharon Titanium Corporation – 50% da qual é de propriedade da P. R. Mallory & Co. e já provou ser um empreendimento interessante para a Mallory – com as operações da National Distiller, nos estágios de matéria-prima do mesmo setor industrial. Essa nova companhia dá indicações de ser uma das produtoras de titânio de custo integrado mais baixo, e como tal deve desempenhar um importante papel no provável crescimento desse novo setor industrial. Enquanto isso, a empresa, em 1958, espera lançar o seu primeiro produto de zircônio comercialmente significativo e conta com um *know-how* considerável, junto com a sua organização, com relação a outros metais milagrosos e comercialmente novos, tais como o tântalo e o colúmbio. Essa companhia parcialmente adquirida dá indicações de se tornar uma líder mundial, não apenas em um produto, mas numa série de metais que prometem desempenhar um papel evolutivo na era atômica, quimicamente industrializada e bélica do nosso futuro. Como tal, ela pode representar um recurso de grande significado financeiro para a aceleração do crescimento, que parece inerente à Companhia Mallory em si.”

Se eu estivesse escrevendo essas palavras hoje, dois anos depois, eu as escreveria de forma relativamente diferente. Tentaria demonstrar o meu entusiasmo com mais moderação pelas possíveis contribuições da divisão da Mallory-Sharon Metals Corporation. Acho que tudo o que disse há dois anos ainda pode acontecer. No entanto, no que diz respeito ao titânio, acredito que deva levar mais tempo para descobrir e desenvolver mercados de porte para esse metal em comparação à situação de dois anos atrás.

Por outro lado, eu deveria fortalecer minhas observações em favor da própria Companhia Mallory no mesmo grau em que as afrouxaria

com relação à sua afiliada. A tendência que mencionei, de melhoria da qualidade de sua gestão, evoluiu consideravelmente durante esse período. Como a Mallory era uma fornecedora de componentes para a indústria de bens de consumo duráveis, e se encontrava numa atividade comercial prestes a sentir o impacto de uma possível queda generalizada, a administração demonstrou uma habilidade excepcional ao ajustar-se às condições do ano de 1958, mantendo ganhos de US\$ 1,89 por ação contra o pico permanente de US\$ 2,06 no ano anterior. Os rendimentos retornaram rapidamente em 1959 e prometeram novos recordes anuais em torno de US\$ 2,75 por ação. Além disso, esses rendimentos foram estabelecidos em face do decréscimo dos custos, embora ainda altos, para algumas das divisões mais novas. Esse fato demonstrou, diante das condições econômicas favoráveis, que um crescimento adicional significativo nos lucros poderia ser alcançado no ano de 1960.

A Mallory constitui um dos poucos exemplos citados neste livro de ações que não caminham tão bem quanto o mercado como um todo. Embora acredite que essa companhia tenha tido mais sucesso do que algumas das suas concorrentes ao enfrentar a concorrência japonesa nos componentes eletrônicos, essa ameaça pode ser uma razão da sua ação relativamente fraca no mercado. Outra razão pode ser a falta de interesse da comunidade financeira por um negócio que não é facilmente identificado em determinado setor industrial, mas se insere em diversos deles. Esse aspecto seria modificado com o tempo, especialmente quando suas peças em miniatura deixaram de ser algo inovador e se alinharam à tendência de miniaturização no campo da eletrônica. De qualquer maneira, essas ações que apresentavam 35 pontos quando a primeira edição deste livro foi escrita, em 1957, depois de oferecer dividendos de 2%, agora estão sendo vendidas a 37¼ pontos, no momento desta segunda edição (1960).

Vejamos agora o que eu disse sobre o outro exemplo do grupo B que discuti na primeira edição:

“A Beryllium Corporation é outro exemplo ideal de investimento do grupo B. O título corporativo dessa companhia tem a implicação de uma empresa nova que faz pessoas desinformadas supor que suas ações carregam mais altos riscos do que, na verdade, podem existir. Como uma produtora de baixo custo, ela é a única empresa integrada que produz ligas de cobre berílio e de alumínio berílio e também opera uma unidade de produção na qual essas ligas de metal são transformadas em bordões, barras, tiras, magmas e, no caso das ferramentas, em bens de consumo final. As vendas aumentaram cerca de seis vezes num período de dez anos, terminando em 1957 e gerando um total de aproximadamente US\$ 16 milhões. Um percentual crescente dessas vendas se deve ao campo da eletrônica, às máquinas de calcular e outros ramos da indústria que prometem um rápido crescimento nos próximos anos. Com o surgimento da utilização de novos produtos, já que o cobre berílio começa a perder a sua importância comercial, a boa taxa de crescimento dos últimos dez anos é apenas uma indicação do que ainda está por vir. Diante do exposto, justifica-se a taxa de rendimentos de cerca de 20 pontos, índice pelo qual essas ações têm sido negociadas nos últimos cinco anos.

“Ao indicar que esse crescimento pode continuar por muitos anos no futuro, a Rand Corporation, uma brilhante ramificação de pesquisas da Força Aérea e de propriedade do governo, tem sido citada na imprensa por prever um futuro importante na década de 1960, com relação ao ainda quase inexistente campo de utilização do tal berílio como um material estrutural. A Rand Corporation, entre outras coisas, previu de maneira correta, logo após a guerra, o desenvolvimento do titânio.

“Antes de qualquer utilização que o mercado possa desenvolver para o berílio como um material estrutural, o ano de 1958 deve ver essa companhia introduzir mais um novo produto em sua linha de produção. Esse produto é o berílio para fins atômicos. Ao ser produzido numa unidade completamente separada das outras, que produzem as ligas metálicas usuais, esse produto está submetido a um contrato de longo prazo com a Comissão de Energia Atômica⁷. Ele dá indicações de um futuro promissor na indústria nuclear em que a demanda provavelmente surgirá tanto do governo como do setor privado. A gestão administrativa está alerta. De fato, essa empresa se mostra qualificada, nos termos das nossas quinze questões, com relação a todos os aspectos, exceto por um deles, cuja falha é conhecida e medidas já começaram a ser tomadas para saná-la.”

No caso da Mallory, os dois últimos anos acrescentaram prós e contras ao quadro que apresentei naquela época. No entanto, os avanços favoráveis compensaram os desfavoráveis, como seria o caso se uma empresa tivesse de justificar o tipo ideal de investimento. Do ponto de vista desfavorável, as perspectivas para a extinção do uso do cobre berílio, levantadas dois anos antes, parecem ter perdido muito do seu brilho e a curva de crescimento em longo prazo do encerramento completo dos negócios ligados ao mercado de metais pode ser, de certa forma, menos vigorosa do que o indicado naquela descrição. Ao mesmo tempo, a demanda nuclear do berílio nos anos seguintes pareceu ser, de algum modo, menor do que naquela época. No entanto, para compensar de forma considerável esse fato, há sinais bastante relevantes de um crescimento dramático da demanda do berílio para diversos tipos de utilizações

⁷ Atomic Energy Commission.

ligadas ao transporte aéreo. O processo inicial dessa demanda começa aqui. Parece que, em toda parte, e para diversos tipos de produtos diferentes, ninguém mais tem segurança para prever as suas limitações. Essa previsão pode não ser tão favorável como se imaginava, pois ela pode transformar o campo de utilização de um produto atraente demais, ameaçando a partir de uma inovação tecnológica revolucionária de uma empresa concorrente que ainda não está no mercado. Entretanto, felizmente a companhia pode ter se desenvolvido de forma considerável, fortalecendo-se com relação à única das quinze questões em que havia agido deficientemente, ou seja, nas suas atividades de pesquisa.

Como o mercado de ações respondeu a tudo isso? Quando a primeira edição deste livro foi escrita, a companhia estava com uma pontuação de 16,16, depois de considerar os dividendos de participação que foram pagos desde então. Atualmente, ela está na faixa dos 26½ pontos, ou seja, um ganho de 64%.

Entre as empresas que não me são tão familiares, mas acredito dispõem de uma gestão administrativa, uma posição comercial e perspectivas de crescimento, entre outras características que as qualificam como bons exemplos de empresas do grupo B, posso mencionar a Foote Minerals Company, a Friden Calculating Machine Co., Inc., e a Sprague Electric Company. Cada uma dessas empresas representa um investimento atraente para aqueles que detêm ações do mercado pelo período de alguns anos. A Sprague Electric quadruplicou os seus valores entre 1947-1957. As ações da Friden foram inicialmente oferecidas ao público em 1954, mas em menos de três anos elas haviam aumentado cerca de duas vezes e meia sobre o seu valor de mercado. Até 1957, elas estariam sendo vendidas por um preço quatro vezes mais alto, devendo essas ações ter sido negociadas de forma privada cerca de um ano antes da sua oferta ao

público. Esses aumentos nos preços, que podem parecer satisfatórios à maioria dos investidores, eram relativamente menores quando comparados ao que aconteceu com as ações da Foote Minerals Company. Essas ações foram listadas na Bolsa de Valores de Nova York no início de 1957. Antes disso, as ações eram negociadas em mercado de balcão e foram disponibilizadas ao público em 1947. Naquele tempo, as ações eram vendidas por US\$ 40,00 cada uma. Devido aos dividendos de participação e às subdivisões, o investidor que adquiriu cem ações no momento do financiamento original, em 1947, e as detém até os dias de hoje conta com um número de 2.400 ações. Elas foram vendidas recentemente por aproximadamente US\$ 50,00.

c. Finalmente, há pequenas empresas com possibilidades vacilantes de lucro em caso de sucesso, porém com riscos de perdas de investimento totais ou quase integrais na hipótese de fracasso. Já devo ter afirmado anteriormente por que acredito que os valores desses títulos, se existirem, numa lista de investimentos devem variar de acordo com as circunstâncias e os objetivos de um investidor específico. Todavia, há duas boas regras a serem seguidas com relação a investimentos desse tipo. Uma delas já foi mencionada. Nunca invista nessas empresas recursos cuja perda você não poderá arcar. A outra regra é que os investidores nunca devem, no momento do investimento original, investir mais do que 5% dos seus recursos disponíveis em qualquer uma dessas empresas. Conforme já observado, um dos riscos do pequeno investidor é o de que ele pode ser pequeno demais para obter os prospectos extraordinários desse tipo de aplicação e, ainda, obter os benefícios de uma diversificação apropriada.

Na primeira edição, eu me referi à Ampex tal como ela era em 1953, e à Elox em 1956, como exemplos de empresas com elevado potencial,

porém apresentando altos riscos e encaixadas na categoria do grupo C. Como essas empresas se saíram a partir daí? A Elox, que se encontrava na faixa dos 10 pontos ao ser concluída a primeira edição, hoje está na faixa de 7%. Por outro lado, o desempenho de mercado da Ampex continua brilhante e demonstra por que, quando uma administração se mostra competente e as condições fundamentais não mudam, as ações nunca devem ser vendidas apenas em decorrência de uma alta no mercado e da elevação temporária nos seus preços. Na discussão sobre pesquisa no Capítulo 3, mencionei que nos primeiros quatro anos após a oferta dessas ações ao público em 1953 elas haviam subido 700%. Quando terminei a primeira edição, elas estavam na faixa dos 20 (depois de permitir o desdobramento de ações 2½ até 1 que aconteceu desde então). Hoje em dia, com as vendas e os rendimentos subindo a cada ano e com 80% das vendas atuais centradas em produtos que não existiam havia quatro anos, ela se estabelece na faixa de 107½. Isso representa um ganho de 437% em pouco mais de dois anos, ou seja, um ganho de mais de 3.500% em seis anos. Em outras palavras, US\$ 10 mil investidos na Ampex em 1953 teriam um valor de mercado de mais de US\$ 350 mil hoje, numa companhia que provou ter a habilidade de superar sucessivamente o seu triunfo técnico e comercial.

Outras situações observadas em empresas, com as quais não me familiarizo muito, mas podem muito bem se encaixar nessa categoria, são o caso da Litton Industries, Inc., quando suas ações foram oferecidas pela primeira vez ao público, e da Metal Hydrides. Entretanto, uma característica desse tipo de companhia deve ser levada em consideração do ponto de vista da diversificação. Elas representam tantos riscos e oferecem perspectivas tão promissoras que, com o tempo, uma dessas duas coisas geralmente acontece. Ou elas fracassam, ou elas se desenvolvem na sua

posição comercial, na qualidade da sua administração e no seu potencial competitivo, até poder ser classificadas na categoria *B*, deixando de pertencer ao grupo *C*.

Quando isso ocorre, o valor das suas ações normalmente sobe de tal forma no mercado que, dependendo do que acontece com o valor de outros títulos do investidor nesse período, elas podem representar um percentual consideravelmente maior do portfólio total em comparação à sua situação anterior. Entretanto, as ações do grupo *B* são bem mais seguras do que as do grupo *C*, e devem ser retidas num volume maior sem sacrificar uma diversificação ideal. Portanto, quando uma companhia se transforma dessa maneira, praticamente não há razão para vender ações — pelo menos não com base na alta do mercado, fazendo essa empresa representar um percentual elevado demais do investimento total.

Essa mudança de uma companhia da categoria *C* para a categoria *B* é, por exemplo, exatamente o que aconteceu no período entre 1956–1957, no caso da Ampex. Como a empresa triplicou o seu porte, seus lucros aumentaram ainda mais rápido, e como o mercado para os seus gravadores magnéticos e componentes afins foi ampliado para outros setores industriais em crescimento essa empresa cresceu potencialmente a ponto de subir para o grupo *B*. Ela passou a não carregar mais o elemento de risco de investimento extremo. Quando esse patamar foi alcançado, um percentual consideravelmente alto do investimento total passou a ser admitido na Ampex sem violar os princípios da diversificação ideal.

Todos os percentuais acima representam meramente um padrão mínimo ou prudente de diversificação. Ultrapassar esse limite é algo como dirigir um automóvel acima da velocidade usual. O motorista

pode chegar mais depressa ao seu destino; no entanto, ele deve ter em mente que isso vai exigir dele maior atenção e vigilância. Se ele subestimar esse aspecto, ele poderá não só chegar atrasado, como nem mesmo completar o seu trajeto.

E quanto ao outro lado da moeda? Há alguma razão para que o investidor não deva aderir a uma diversificação maior, além das quantias mínimas mencionadas? Não há nenhuma razão, desde que os títulos adicionais sejam equivalentes, na sua atratividade, ao número mínimo de ações com relação a duas questões. Esses títulos de crédito adicionais devem ser equivalentes aos demais títulos no grau de crescimento atingível com relação aos riscos envolvidos. Eles também devem ser equivalentes no que diz respeito à habilidade do investidor de manter contato e acompanhar os investimentos realizados. No entanto, os investidores mais práticos normalmente acham que o seu problema é encontrar um número suficiente de investimentos de destaque, em vez de fazer sua escolha entre muitos deles. O investidor ocasional que acaba aderindo a um número de companhias maior do que ele na verdade necessita raramente dispõe de tempo suficiente para um contato mais próximo com todas elas.

Uma longa lista de valores mobiliários não costuma ser um indicador de um investidor brilhante, mas de alguém que não confia em si mesmo. Se o investidor detiver ações num número tão excessivo de companhias a ponto de não poder manter contato com a sua gestão administrativa direta ou indiretamente, é bem provável que ele acabe numa situação pior do que se contasse com ações num número mais reduzido de empresas. O investidor deve sempre saber que alguns erros são inevitáveis, e que é preciso contar com uma diversificação suficiente para que um erro ocasional não provoque um impacto irremediável. Além disso, ele deve tomar o máximo cuidado para adquirir o investimento

de melhor qualidade e não o de maior quantidade. No campo do mercado de ações, uma grande quantidade nunca substituirá uma pequena parcela de qualidade.

NEGATIVA 2. *Não tenha medo de comprar diante de uma ameaça de guerra.*

O mercado de ações é geralmente do interesse de pessoas criativas. A nossa imaginação e criatividade são frequentemente abaladas pela terrível ameaça de uma guerra no mundo moderno. O fato é que todas as vezes que o *stress* internacional do nosso mundo traz a ameaça de uma guerra, ou gera uma guerra efetiva, isso se reflete no mercado de ações. É um fenômeno de ordem psicológica que não faz muito sentido do ponto de vista financeiro.

Qualquer ser humano decente condena o sofrimento e a dor provocados pelo assassinato em massa decorrentes dos conflitos bélicos. Na era atômica moderna, há ainda um temor adicional pela própria segurança e a dos nossos entes queridos mais próximos. Essa preocupação, esse temor e esse desgosto por nosso futuro chegam, com frequência, a distorcer avaliações de fatores meramente econômicos. O medo de uma destruição em massa da propriedade, do aumento dos impostos, do confisco e da interferência do Estado nos negócios domina qualquer raciocínio que possamos desenvolver no campo das finanças. As pessoas que estão envolvidas nesse processo mental tendem a desprezar algumas das influências econômicas mais fundamentais.

As consequências são sempre as mesmas. No decorrer de todo o século XX, com uma única exceção apenas, cada vez que uma guerra estourasse em alguma parte do mundo, ou sempre que as forças americanas se envolvessem em qualquer conflito que fosse, o mercado de ações americano

apresentava uma queda vertiginosa. A única exceção a que me referi foi o desencadear da Segunda Guerra Mundial, em setembro de 1939. Naquele tempo, depois de uma série de desistências nas negociações de contratos de alto valor com uma nação neutra, o mercado logo seguiu o curso vertical típico — um curso que, alguns meses depois, provocou pânico quando notícias sobre as vitórias da Alemanha começaram a se acumular. Não obstante, no momento de conclusão de quaisquer conflitos — fossem eles decorrentes da Primeira Guerra Mundial, da Segunda Guerra Mundial, ou da Guerra da Coreia —, a maioria das ações do mercado estava sendo vendida por preços bem mais altos, em comparação ao período que os antecedeu. Além disso, pelo menos dez vezes nos últimos 22 anos, tivemos notícia de outras crises internacionais que cogitavam a ameaça de uma guerra. Em todos os casos, as ações caíram de repente diante do temor de uma guerra e se recuperaram imediatamente quando ele foi atenuado.

O que faz os investidores desprezar as causas que os impulsionam a renegar o investimento em ações em situações de iminência de uma guerra, ou diante da sua eclosão, se ao final do conflito elas sempre sobem ao invés de cair? Eles se esquecem que o valor das ações são cotações expressas em dinheiro. As guerras modernas sempre fazem os governos gastar muito mais do que eles arrecadam dos seus contribuintes enquanto a guerra está em curso. Esse fato provoca um grande aumento na quantidade de dinheiro em espécie, de modo que cada unidade monetária individual, tal como o dólar, passa a ter menos valor do que tinha antes. É preciso uma quantidade muito maior em dólares para adquirir o mesmo número de ações. Essa é, sem dúvida, a modalidade mais clássica da inflação.

Em outras palavras, a guerra sempre exerce influência sobre o dinheiro. Vender ações diante da ameaça ou da eclosão de conflitos visando obter dinheiro em espécie é um absurdo financeiro. Na verdade, exatamente o

contrário deve ser feito. Se um investidor decide comprar ações específicas e o temor de uma guerra se instala, passando a derrubar os preços, ele deve ignorar a psicologia do medo momentânea e definitivamente começar a comprar. Esse é o momento em que possuir dinheiro em espécie adicional para investir se torna menos – e não mais – desejável. Contudo, aqui surge um problema. Com que velocidade ele deve comprar? Até que ponto as ações ainda continuarão a cair? Não há como saber quando a influência sobre a queda é um temor diante de uma guerra e não uma guerra em si. Caso os conflitos venham verdadeiramente a eclodir, o valor, sem dúvida nenhuma, cairá ainda mais. Portanto, o que se deve fazer diante de uma ameaça de guerra, é comprar devagar e em menor escala. Caso a guerra efetivamente ocorra, então, recomenda-se aumentar o ritmo de compra de forma significativa. Basta apenas comprar ações de companhias cujos produtos ou serviços mantenham sua demanda em tempos de guerra, ou que possam converter seus recursos em operações típicas de tempos de guerra. A grande maioria das empresas é assim qualificada, nos termos das condições atuais de uma guerra absoluta e da flexibilidade industrial.

As ações passam realmente a ter preços mais altos em tempos de guerra, ou é apenas o dinheiro que perde o seu valor? Isso depende das circunstâncias. Graças a Deus, os Estados Unidos nunca foram derrotados em nenhuma guerra. Numa guerra, principalmente numa guerra moderna, o dinheiro da parte derrotada costuma perder todo ou quase todo o seu valor, e as ações sofrem uma grande depreciação. Com certeza, se os Estados Unidos tivessem sido derrotados, o nosso dinheiro e as nossas ações teriam perdido completamente o seu valor. Nesse caso, não faria diferença o que os investidores teriam feito.

Por outro lado, quando uma guerra é vencida, o que acontece com o valor real das ações varia de acordo com a guerra e com as ações. Na

Primeira Guerra Mundial, quando os primeiros grandes investimentos pré-guerra, oriundos da Inglaterra e da França, entravam nos Estados Unidos, a maioria das ações provavelmente aumentou o seu valor real ainda mais do que se, durante esses mesmos anos, tivéssemos vivido um período de paz. Esse fato, entretanto, foi uma situação que aconteceu uma só vez e nunca se repetirá. Expressas constantemente em dólares, ou seja, no seu valor real, as ações norte-americanas na Segunda Guerra Mundial e no conflito da Coreia indubitavelmente não se saíram tão bem como em períodos de paz. Além dos impostos esmagadores, houve um grande desvio de esforços das mais lucrativas linhas de produtos dos tempos de paz para um trabalho de defesa de margem extremamente reduzida. Se os esforços extraordinários de pesquisa, utilizados nesses projetos de defesa de margem reduzida, tivessem sido canalizados para as linhas de produtos usuais dos tempos de paz, os lucros dos acionistas teriam sido bem maiores, considerando, é claro, ainda existir um país livre onde esses lucros pudessem ser usufruídos. A razão para comprar ações em tempos de guerra ou diante da sua iminência não se baseia no fato de a guerra, em si, possivelmente ser lucrativa para os acionistas. Ela reside no fato de que o dinheiro se torna bem menos apreciado; dessa forma, o valor das ações, que são expressas em unidades monetárias, acaba sempre subindo.

NEGATIVA 3. *Não se esqueçam de Gilbert e Sullivan.*

Gilbert e Sullivan não são considerados autoridades no mercado de ações. Não obstante, devemos ter em mente as tais “flores que desabrocham na primavera etc.” que, eles alegam, não têm “nada a ver com o caso”. Há determinadas estatísticas financeiras superficiais às quais os investidores frequentemente atribuem um grau

indevido de importância. Possivelmente, seria um exagero dizer que elas traçam um paralelo completo com as flores de Gilbert e Sullivan que desabrocham na primavera. Em vez de dizermos que elas não têm nada a ver com o caso, devemos afirmar que elas têm, na verdade, muito pouco a ver com ele.

Em primeiro lugar, essas estatísticas constituem a variação de preços pelos quais as ações foram vendidas em anos anteriores. Por alguma razão, o primeiro aspecto que muitos investidores desejam analisar quando pretendem comprar ações específicas é uma tabela com os valores mais altos e mais baixos pelos quais as ações foram vendidas em cada um dos cinco ou dez anos anteriores. Depois disso, eles desenvolvem uma espécie de processo mental sem sentido, que resulta num número arredondado e representaria o valor que eles pretendem pagar pelas ações em questão.

Poderíamos considerar esse procedimento realmente ilógico? Deveríamos considerá-lo financeiramente perigoso? A resposta para ambas as perguntas é absolutamente afirmativa. Ele é perigoso pois enfatiza algo sem importância e desvia as atenções do que é realmente relevante. Esse fato frequentemente faz os investidores negligenciar uma situação na qual eles poderiam angariar muitos lucros para optar por alguma outra que acaba não sendo tão promissora. Para melhor entender essa afirmação, deve-se verificar por que o processo mental é tão ilógico.

O que estabelece o valor pelo qual uma ação é vendida? É a estimativa composta *no momento exato* em que todos os interessados decidem o valor daquelas ações. É a avaliação composta do quadro geral da companhia por parte de todos os seus compradores e vendedores em potencial, contrabalançada pelo número de ações que cada comprador ou vendedor está disposto a oferecer, com relação a uma avaliação similar, ao mesmo

tempo, do quadro geral de outras companhias de suas perspectivas individuais. Ocasionalmente, algo como a liquidação forçada pode produzir um desvio moderado desses números. Isso ocorre quando um grande acionista pressiona ações no mercado por determinadas razões — tais como a liquidação de um bem imóvel ou o pagamento de um empréstimo —, o que pode não estar diretamente relacionado à visão do vendedor sobre o valor efetivo das ações. No entanto, essas pressões externas geralmente provocam apenas uma variação moderada da avaliação composta do preço prevalecente das ações, já que os caçadores de barganhas normalmente interferem para tirar vantagem da situação que acaba se ajustando por si própria.

O aspecto realmente significativo é que o preço se baseia na avaliação *atual* da situação. Enquanto as mudanças nos negócios da companhia se tornam conhecidas, essas avaliações se tornam proporcionalmente mais ou menos favoráveis. Com relação a outros títulos, essas ações em especial podem subir ou cair. Se os fatores verificados forem julgados de forma correta, as ações se tornam permanentemente mais ou menos valiosas em comparação a outros títulos. As ações nesse momento podem permanecer em alta ou em baixa. Se esses fatores continuarem a se desenvolver, eles serão, em contrapartida, reconhecidos pela comunidade financeira. Novamente, essas ações podem subir ou cair conforme o caso.

Portanto, o valor pelo qual as ações foram negociadas quatro anos atrás pode ter pouca ou nenhuma relação com o valor pelo qual elas são vendidas hoje. A companhia pode ter treinado um grupo de novos executivos competentes, desenvolvido uma série de produtos novos e altamente lucrativos, ou investido num número indefinido de atributos similares que fazem as ações ter valorizado intrinsecamente quatro vezes o seu valor original, verificado quatro anos atrás. A companhia pode, ainda,

ter caído nas mãos de uma gestão ineficiente e perdido um terreno tão grande em relação à concorrência que a única saída para a sua recuperação seria por meio do levantamento de um novo capital. Esse fato causaria uma diluição das ações, fazendo os títulos, atualmente, não valer mais do que um quarto do valor negociado há quatro anos.

Nesse cenário, podemos ver por que os investidores deixam de aproveitar aplicações em ações que podem lhes proporcionar grandes ganhos futuros, em troca de outros cujo ganho é bem menor. Dando grande ênfase às “ações que ainda não subiram”, eles inconscientemente acabam aderindo à falsa ideia de que todas as ações se valorizam até um mesmo limite máximo, de que aquelas que já subiram demais não terão mais nenhuma outra alta, enquanto as outras que não subiram o suficiente ainda têm algo a “cumprir”. Nada poderia estar mais distante da verdade. O fato de uma ação ter tido ou não alta nos últimos anos não é revestido de significado algum para a tomada de decisão de comprá-la no presente. O que interessa mesmo é saber se houve um aperfeiçoamento suficiente na empresa ou se há a probabilidade de ele ser concretizado no futuro, para justificar preços mais altos do que aqueles ora praticados no mercado.

De modo semelhante, muitos investidores dão muita importância aos rendimentos por cotas de participação dos últimos cinco anos ao tentarem decidir a compra das ações. Olhar apenas para os rendimentos por cotas de participação e atribuir aos ganhos de quatro ou cinco anos atrás algum significado seria o mesmo que tentar obter um funcionamento efetivo de um motor cujo mecanismo de atuação esteja desconectado. O fato, por si só, de uma empresa ter tido, nos últimos quatro ou cinco anos, um ganho em cotas de participação quatro vezes ou um quarto maior do que os rendimentos do ano corrente não significa

praticamente nada como referencial para a aquisição ou venda dessas ações. Mais uma vez, o que conta é o conhecimento das condições estruturais. Uma compreensão do que provavelmente acontecerá nos anos seguintes é primordial.

O investidor está sempre ligado a uma série de relatórios e análises totalmente centrados em números obtidos nos últimos cinco anos. Ele deve, na verdade, ter em mente e se preocupar com os ganhos a serem adquiridos nos próximos cinco anos e não nos cinco anos passados. Uma razão pela qual ele é sobrecarregado com tantas estatísticas passadas é que, quando esse tipo de material é colocado num relatório, não fica difícil ter certeza sobre a sua veracidade. Caso outras questões relevantes fossem introduzidas, acontecimentos subsequentes poderiam transformar o relatório em algo simplório. Portanto, há uma forte tentação de preencher todos os espaços disponíveis com fatos indiscutíveis, mesmo que sejam sem significado. No entanto, muitas pessoas na comunidade financeira dão ênfase a esse tipo de estatística anual prévia por uma série de razões. Elas parecem não compreender a grande mudança, com o passar de alguns anos, no valor real das ações de certos tipos de corporações modernas. Portanto, elas preferem centralizar suas atenções nesses dados sobre rendimentos passados, acreditando sinceramente que as descrições contábeis detalhadas do que aconteceu no ano anterior lhes fornecerão um quadro real do que acontecerá no ano subsequente. Isso pode ser relevante para alguns tipos de empresas controladas, tais como as prestadoras de serviços públicos. Para a empresa que, acredito eu, deva interessar ao investidor que almeja os melhores resultados para o seu dinheiro essa abordagem é completamente falsa.

Um exemplo surpreendente dessa questão se concentra em acontecimentos com os quais tive a sorte de me familiarizar. No verão de 1956,

surgiu uma oportunidade de adquirir uma quantidade considerável de ações da Texas Instruments, Inc., provenientes dos seus principais representantes que também eram os seus maiores acionistas. Um estudo detalhado dessa companhia revelou que ela não só tinha sido aprovada pelo nosso teste das quinze questões como havia obtido uma excelente avaliação. O motivo pelo qual esses representantes pretendiam vender as ações era bastante justificável: isso ocorre frequentemente nas empresas em franca fase de expansão. Os seus títulos haviam valorizado tanto que muitos deles haviam angariado grandes fortunas com os investimentos das suas próprias empresas. Em contrapartida, seus demais recursos estavam relativamente negligenciados. Portanto, principalmente porque eles estavam vendendo uma pequena parte das ações que possuíam, alguma diversificação parecia ser uma atitude sensata. A possibilidade sempre presente da obrigação decorrente de impostos progressivos seria suficiente para justificar essa orientação, do ponto de vista desses executivos, sem levar em conta o futuro da sua empresa.

De qualquer maneira, as negociações eram realizadas para adquirir essas ações por US\$ 14,00. Esse valor representava vinte vezes os ganhos de participação previstos em 1956, de cerca de 70¢. Para qualquer um que desse uma importância especial a estatísticas passadas, isso tudo parecia ultrapassar os limites da prudência. As ações de participação haviam sido cotadas a 39¢, 40¢, 48¢ e 50¢ nos primeiros quatro anos, de 1952 até 1955 respectivamente – um recorde não muito estimulante. Um fator ainda menos encorajador para aqueles que submetem os aspectos mais importantes das tendências da gestão administrativa e dos negócios a comparações estatísticas superficiais é o fato de a empresa, por meio da aquisição corporativa, ter conseguido benefícios diante de alguns prejuízos transportados, o que havia criado uma carga tributária subnormal no

decorrer desse período. Isso fez com que qualquer valor calculado com base em estatísticas passadas parecesse ainda maior. Enfim, mesmo que os ganhos de 1956 fossem incluídos numa avaliação, um estudo superficial dessa situação poderia ainda ter produzido previsões negativas. É fato que a companhia estava indo muito bem no campo promissor de transistores. Porém, sem levar em conta o futuro obviamente brilhante da indústria de semicondutores como um todo, por quanto tempo uma empresa desse porte poderia manter a sua forte posição comercial diante de empresas maiores e mais antigas, com balancetes muito mais sólidos, e preparadas para participar do mercado competitivo em crescimento do setor de transistores?

Quando os canais usuais do Securities and Exchange Commission (SEC) reportaram as vendas dos representantes, uma explosão de negociações das ações da Texas Instruments eclodiu, com uma alteração relativamente pequena nos preços. Suponho que grande parte dessas vendas foi induzida por comentários de corretores em geral. Muitos desses comentários incluíam um relatório de estatísticas passadas e faziam menção sobre o elevado preço no decorrer da história da companhia, a competição que estava pela frente e as vendas internas. Esse relatório foi tão longe a ponto de expressar uma concordância completa com a gestão administrativa da Texas Instruments. Ele anunciou que os representantes da empresa colocavam as ações à disposição e deu o seu aval recomendando a mesma orientação! O principal comprador nesse período, segundo o que me disseram, foi uma instituição de porte que estava muito bem informada.

O que aconteceu nos doze meses seguintes? Os negócios geofísicos, eletrônicos e militares da Texas Instruments, na agitação da controvérsia, continuaram a se expandir. A divisão de semicondutores (transistores) cresceu ainda mais rapidamente. Ainda mais importante do que o crescimento

no volume de transistores foi o grande avanço alcançado pela habilidosa gestão administrativa na pesquisa, em planos de mecanização e na construção da organização de distribuição nesse campo crucial dos semicondutores. Como as evidências mostravam que os resultados de 1956 não representavam apenas uma situação passageira, mas o fato de que essa empresa relativamente pequena continuaria a ser uma das maiores produtoras de mais baixo custo, naquele que seria um dos segmentos de crescimento mais rápido da indústria americana, a comunidade financeira começou a revisar a variação dos ganhos a serem auferidos numa possibilidade de participar desse empreendimento. Quando chegou o verão de 1957 e a administração apresentou publicamente estimativas de ganhos de participação em torno de US\$ 1,10, o crescimento de 54% nos rendimentos havia produzido, em apenas doze meses, um aumento aproximado de 100% pelo valor de mercado. Na primeira edição deste livro eu afirmei:

“Suponho que, se os escritórios centrais das principais divisões dessa companhia não fossem localizados em Dallas e Houston, mas ao longo da costa norte do Atlântico ou na área metropolitana de Los Angeles — onde muitos analistas financeiros e outros executivos com recursos consideráveis poderiam obter informações sobre a empresa com maior facilidade —, essa variação dos ganhos poderia ter sido bem maior durante esse período. Se, como parece provável, as vendas da Texas Instruments e os rendimentos continuarem a subir rapidamente nos próximos anos, seria interessante verificar se esse crescimento contínuo, por si só, não provocará com o tempo alguma alteração maior na variação dos ganhos. Se isso acontecer, as ações subirão novamente num ritmo ainda mais veloz do que o dos rendimentos; a combinação que sempre produz os maiores aumentos nos preços das ações.”

Teria essa previsão otimista se confirmado? Uma análise sobre o relatório pode alterar a opinião daqueles que insistem na possibilidade de avaliar um investimento pela análise superficial de ganhos passados. Os lucros aumentaram de US\$ 1,11 por ação de participação em 1957 para US\$ 1,84 em 1958, e prometem chegar a US\$ 3,50 em 1959. Desde que a primeira edição deste livro foi concluída, a companhia obteve méritos que chamaram a atenção da comunidade financeira. Em 1958, em face da competição proveniente de alguns dos gigantes mais aclamados da indústria dos equipamentos elétricos e eletrônicos, a International Business Machines Corporation, de longe a maior fabricante de calculadoras eletrônicas do mundo, escolheu a Texas Instruments para ser a sua associada na realização de pesquisas conjuntas na aplicação de semicondutores a esse tipo de equipamento. Novamente, em 1959, a Texas Instruments anunciou uma inovação tecnológica em que era possível utilizar material semicondutor aproximadamente do mesmo tamanho dos transistores existentes, não apenas para um transistor mas para um circuito eletrônico completo! As possibilidades no campo da miniaturização passaram a ser infinitas. Com o crescimento da companhia, a sua pesquisa extraordinariamente competente sobre produtos e seus grupos de desenvolvimento aumentaram proporcionalmente. Hoje em dia, poucas pessoas bem informadas têm dúvidas de que a série de inovações técnicas e empresariais da companhia deve continuar nos próximos anos.

Como o valor de mercado dessas ações respondeu diante de tudo isso? Teria a variação nos ganhos continuado a avançar conforme eu havia previsto 22 meses antes? A resposta é afirmativa. Os ganhos sobre as ações de participação triplicaram desde 1957. O mercado apresenta uma alta até cinco vezes maior sobre o preço fixado em 26½ pelo qual as ações eram vendidas quando a primeira edição deste livro foi concluída. O preço corrente,

incidentalmente, representa um ganho maior do que 1.000% a partir do preço fixado de US\$ 14,00, que foi mencionado na primeira edição como o preço pelo qual uma quantidade considerável de ações tinha sido adquirida menos de três anos e meio antes. Apesar desse aumento brusco, é interessante observar se os ganhos adicionais sobre as vendas e rendimentos nos anos que se seguem não exigirão, ainda, uma maior apreciação.

Diante do exposto, alcançamos outra linha de raciocínio que faz alguns investidores dispensar uma atenção indevida sobre estatísticas não relacionadas, ligadas a variações de preços e ganhos em ações de participação. É a crença de que o que aconteceu no período de alguns anos provavelmente continuará indefinidamente. Em outras palavras, alguns investidores encontrarão um mercado em alta, no que diz respeito aos ganhos de participação e ao valor das ações observados nos últimos cinco ou dez anos. Eles irão concluir, quase com absoluta certeza, que essa tendência continuará indefinidamente. Devo concordar que isso pode acontecer. Entretanto, se considerarmos a incerteza quanto aos resultados de pesquisas, além dos custos para trazer novos produtos que possibilitem esse tipo de crescimento, podemos concluir que é bastante comum, até mesmo para as empresas em crescimento mais destacadas, sofrerem quedas ocasionais que duram de um a três anos nas suas taxas de rendimentos. Essas quedas podem provocar declínios acentuados nas suas ações. Portanto, enfatizar esse tipo de banco de dados sobre rendimentos passados, em vez de levar em consideração as condições fundamentais que controlam a curva de rendimentos no futuro, pode acabar sendo bastante dispendioso.

Será que tudo isso significa que os rendimentos passados e as variações de preços devem ser completamente ignorados ao decidirmos comprar ações? Absolutamente não. É somente dando-lhes alguma importância

que eles não merecem que eles acabam se tornando perigosos. Eles são úteis desde que se perceba que representam apenas ferramentas auxiliares, a serem utilizadas para fins específicos, e não constituem fatores essenciais ao decidir a atratividade do mercado de ações. Assim, por exemplo, um estudo sobre ganhos de participação durante muitos anos no passado elucidará, de forma considerável, como o mercado de ações é cíclico, ou seja, de que modo os lucros de uma empresa são afetados pelos diversos estágios variantes do ciclo dos negócios. Ainda mais importante, a comparação dos ganhos por participação no passado com a variação de preços nos fornecerá a proporção dos ganhos nos preços pelos quais as ações eram vendidas no passado. Isso nos serve como referencial pela qual podemos começar a medir a proporção de ganhos sobre os preços no futuro. Mais uma vez, todavia, deve-se ter em mente que o que realmente importa é o futuro e não o passado. Talvez algumas ações, durante anos, sejam vendidas por apenas oito vezes o seu rendimento. No presente, porém, mudanças na gestão administrativa, a formação de um departamento de pesquisa de destaque etc., colocam a empresa numa categoria que vende suas ações por cerca de quinze vezes os seus rendimentos no lugar de oito. Dessa forma, qualquer um que faça uma estimativa de ganhos futuros e determine o valor antecipado das ações em apenas oito vezes, em vez de quinze vezes o valor do rendimento, poderá novamente estar contando demais com estatísticas do passado.

Decidi dar o título desta subseção de "Não se esqueçam de Gilbert e Sullivan". Talvez devesse ter escolhido o título "Não se deixe influenciar pelo irrelevante". As estatísticas de rendimentos de anos passados, principalmente aquelas relacionadas às variações dos preços das ações de participação nesses mesmos anos, muito frequentemente "nada têm a ver com o caso".

NEGATIVA 4. *Não deixe de considerar o tempo e o preço ao comprar ações em fase de valorização.*

Consideremos uma situação de investimento frequente. Uma empresa se qualifica perfeitamente quanto aos critérios estabelecidos pelas nossas quinze questões. Além disso, ganhos muito importantes de rentabilidade devem surgir cerca de um ano a partir de agora, devido a fatores que a comunidade financeira ainda desconhece. Ainda mais importante, há fortes indicações de que essas novas fontes de rendimentos devam crescer de maneira considerável por, pelo menos, muitos anos depois disso.

Sob circunstâncias normais, essas ações obviamente seriam ideais para comprar. No entanto, há um fator que nos faz pensar. O sucesso de outros empreendimentos em anos anteriores proporcionou a essas ações tanto glamour no mundo financeiro que, se não fosse por essas novas influências geralmente desconhecidas, as ações poderiam ser fixadas em torno de US\$ 20,00 dentro de um valor razoável, e muito excepcionalmente pelo seu preço atual de US\$ 32,00. Levando-se em conta que daqui a cinco anos essas novas influências poderiam facilmente fazê-las valer US\$ 75,00, será que nós deveríamos, neste exato momento, pagar 32 – ou seja, 60% a mais do que acreditamos que essas ações realmente valham? Há sempre a possibilidade de que essas novas evoluções não aconteçam da maneira otimista tal qual imaginamos. Há sempre a possibilidade de que essas ações possam cair para o que consideramos o seu valor real de 20.

Diante dessa situação, muitos investidores conservadores passariam a observar essas cotações mais de perto. Se as ações chegassem perto dos US\$ 20,00, eles as comprariam ansiosamente. Caso contrário, eles as

esqueceriam. Isso acontece com bastante frequência, a ponto de ser, de algum modo, objeto de análise.

Existe algo sagrado em torno do nosso referencial de US\$ 20,00? Não, pois ele admite desconsiderar um elemento importante de valor no futuro – os fatores que conhecemos e muitos outros desconhecemos e acreditamos que em poucos anos justificará um preço na base de 75. O que é realmente importante nesse aspecto é encontrar uma maneira pela qual possamos comprar as ações por um valor próximo ao mínimo pelo qual elas serão vendidas daqui por diante. Nossa preocupação é que, se comprarmos na base de 32, as ações poderão subsequentemente chegar perto de 20. Esse fato isolado não nos causaria um prejuízo temporário. De modo ainda mais relevante, isso significaria que, se as ações em seguida chegassem a 75, nós teríamos para o nosso dinheiro apenas cerca de 60% das ações que pudéssemos ter adquirido caso tivéssemos esperado e comprado na base de 20. Considerando que, em vinte anos, outros empreendimentos novos terão proporcionado a essas ações um valor não de 75 mas de 200, esse aspecto relacionado ao número total das ações que poderíamos ter obtido para o nosso dinheiro se mostraria de extrema importância.

Felizmente, numa situação como essa existe outro orientador que pode ser confiável, mesmo que alguns dos meus companheiros do mundo das seguradoras e da comunidade bancária o considerem tão seguro quanto tentar caminhar sobre a água. Ele consiste em comprar as ações não por determinado preço, mas numa data determinada. Ao estudarmos outros empreendimentos de sucesso levados a cabo no passado por essa mesma companhia, observamos que esses empreendimentos foram refletidos nos preços das ações, num momento específico do seu desenvolvimento. Talvez levasse cerca de um mês até que esses empreendimentos

alcançassem o estágio de uma unidade piloto. Considerando que as ações da companhia ainda estão sendo vendidas na base de US\$ 32,00, por que não planejar a compra dessas ações em cinco meses a partir de hoje, o que seria um mês antes que a unidade piloto entrasse em operação? É claro que as ações ainda podem cair depois disso. No entanto, mesmo que tivéssemos comprado essas ações na base de US\$ 20,00, não teríamos tido nenhuma garantia positiva contra uma queda posterior. Se tivéssemos uma chance de comprar pelo menor preço possível, não estaríamos alcançando o nosso objetivo, mesmo que achássemos que com base nos fatores notórios as ações deveriam estar mais baixas? Sob essas circunstâncias, não seria mais seguro decidir comprar em determinada data em vez de optar por um preço determinado?

Fundamentalmente, essa abordagem não ignora em absoluto o conceito do valor. Ela apenas parece ignorá-lo. Exceto pela probabilidade de um aumento muito maior do valor de mercado no futuro, isso seria tão ilógico como alguns dos meus companheiros na área financeira alegam ser a decisão de comprar numa data específica no futuro em vez de comprar por um preço específico. Entretanto, quando há fortes indicações de que esse aumento virá, decidir o momento de comprar em vez de considerar o preço a ser pago pode lhe proporcionar ações prestes a ter um crescimento adicional extremo pelo menor preço de venda dessas ações a partir de então. Enfim, isso é exatamente o que deve ser feito ao realizarmos a compra de quaisquer tipos de ações.

NEGATIVA 5. *Não siga a multidão.*

Há um conceito de investimento importante que é frequentemente difícil de entender sem uma experiência financeira considerável.

Isso ocorre porque a sua explicação não se presta a uma enunciação precisa. Ela também não se presta à síntese de uma fórmula matemática.

Diversas vezes, no decorrer deste livro, me referi às diferentes influências que resultam na alta ou na baixa do valor das ações do mercado. Uma alteração no rendimento líquido, uma mudança na gestão administrativa da companhia, o surgimento de uma nova invenção ou descoberta, uma mudança nas taxas de juros ou nas leis tributárias — esses são apenas alguns exemplos aleatórios das condições que provocam um aumento ou uma queda das cotações de ações específicas. Todas essas influências têm algo em comum. Elas são acontecimentos reais do mundo à nossa volta. Elas são fatos que já aconteceram ou ainda estão por vir. Neste momento, chegamos a um tipo bastante diferente de influência sobre os preços. Trata-se de uma alteração puramente psicológica. Nada mudou absolutamente no mundo ou na área financeira. A grande maioria, na comunidade financeira, simplesmente interpreta as mesmas circunstâncias de outro ponto de vista. Como resultado dessa maneira diferente de avaliar o mesmo conjunto de fatos essenciais, os membros da comunidade realizam uma avaliação do preço ou da variação dos lucros sobre o preço que eles pagariam pelas mesmas ações.

Existem modismos e estilos no mercado de ações exatamente como ocorre com a moda no vestuário feminino. Essas tendências podem, por diversos anos, causar distorções na relação entre preços existentes e valores reais quase tão grandes quanto aquelas vividas pelo vendedor que não pode simplesmente se desfazer de um lote de vestidos longos de alta costura em um ano só porque a moda passou a ditar que eles devem ser usados acima do joelho. Vejamos um exemplo específico. Em 1948 eu conversava com um senhor que eu acreditava ser um investidor competente. Ele era presidente da Sociedade de Analistas

de Segurança da cidade de Nova York, uma posição que é normalmente concedida apenas aos representantes mais competentes da comunidade financeira. De qualquer maneira, eu havia acabado de chegar em Nova York de uma visita aos escritórios centrais da Dow Química em Midland, no estado do Michigan. Mencionei que esses rendimentos para o ano fiscal, que já estava no fim, estariam em níveis elevados e que eu achava que as ações seriam um bom negócio. Ele respondeu que achava algo de interesse histórico e talvez estatístico que uma companhia como a Dow Química pudesse auferir esse lucro por ações. Ele também achou que esses lucros não tornavam as ações atraentes, já que era óbvio que a companhia gozava de um *boom* temporário no período pós-guerra. Ele explicou, ainda, que achava impossível julgar o real valor de ações dessa espécie até que ocorresse o mesmo tipo de depressão pós-guerra que em alguns anos seguiu a Guerra Civil e a Primeira Guerra Mundial. O seu raciocínio, infelizmente, ignorou completamente todos os aumentos potenciais adicionais no valor dessas ações prometidos pela grande quantidade de novos e interessantes produtos que a empresa desenvolvia na ocasião.

O fato de os lucros da Dow nunca estarem abaixo do seu pico máximo não deve nos causar preocupação. Também não deve nos preocupar o fato de que, partindo desse patamar supostamente alto no qual as ações eram vendidas na época, elas tenham subido em níveis percentuais elevadíssimos desde então. Nosso interesse deve residir na razão pela qual esses investidores habilidosos reuniram esse conjunto de fatos e abstrairiam deles uma conclusão bastante diferente com relação ao valor intrínseco das ações em algum outro período.

A resposta é que durante esses três anos, entre 1947 e 1949, quase toda a comunidade financeira se rendia a uma ilusão em massa. Com toda

essa percepção, podemos concluir que o que parecia tão assustador naquela época tinha pouco a ver com a realidade, tal como o terror que assolou a tripulação de Colombo em 1492. Noite após noite, a maioria dos tripulantes do Santa Maria não podia dormir por causa de um temor paralisante de que, a qualquer momento, o seu navio pudesse ultrapassar os limites dos mares e se perder para sempre. Em 1948, a comunidade dos investimentos deu pouco valor aos lucros de algumas ações por causa da ampla convicção de que nada poderia impedir a ocorrência de uma nova depressão num futuro próximo, culminando num novo *crash* no mercado de ações tal como aconteceu entre as duas principais guerras. Em 1949, uma leve depressão de fato aconteceu. Quando a sua natureza modesta foi avaliada e a comunidade financeira descobriu que a tendência subsequente era de alta, e não de baixa, houve uma tremenda mudança de ordem psicológica na maneira como as ações eram consideradas. Muitas ações chegaram a dobrar o seu valor nos anos seguintes, devido a nada mais do que essa mera mudança do ponto de vista psicológico. As ações que também gozavam o benefício de ser mais tangíveis no campo externo das ocorrências que aprimoravam o seu valor fundamental tiveram uma valorização em dobro.

Essas grandes variações na maneira como a comunidade financeira avalia o mesmo conjunto de fatos, em momentos diferentes, não são absolutamente confinadas ao mercado de ações como um todo. Empresas específicas e companhias individuais dentro desses setores industriais mudam constantemente em favor do mercado financeiro, devido, como sempre, a maneira distorcida de observar os mesmos fatos, bem como as próprias ocorrências de nível estrutural.

Por exemplo, em determinados períodos, a indústria de armamentos é considerada pouco atraente pela comunidade dos investimentos.

Uma das suas características mais destacadas é considerada a dominação por parte de um único cliente, ou seja, o governo. Esse cliente, por determinado período, entra no mercado para a aquisição de aparatos militares enquanto em outras épocas reduz o volume das aquisições. Portanto, determinado setor industrial nunca sabe, em determinado ano, com relação ao período anual subsequente, se terá de resistir a cancelamentos de contratos e a uma nova renegociação.

A esse fato devem-se acrescentar a baixíssima margem de lucro que normalmente prevalece no trabalho governamental e as tendências das leis de renegociação de obter o máximo lucro possível, porém nunca permitir um erro nos cálculos que possam causar prejuízos. Além disso, a necessidade constante de fazer ofertas sobre novos modelos num campo em que as mudanças na engenharia são contínuas significa que o risco e o tumulto são a ordem do dia. É impossível, mesmo com uma engenharia de qualidade, padronizar qualquer coisa que proporcione à sua companhia alguma vantagem em longo prazo sobre a competição agressiva. Finalmente, há sempre o “perigo” de que a paz possa ser interrompida com um declínio nos negócios. Quando essa visão prevalece, como tem acontecido muitas vezes nos últimos vinte anos, as ações de defesa são vendidas por um preço relativamente baixo com relação aos lucros.

No entanto, a comunidade financeira tem chegado algumas vezes, nos últimos anos, a conclusões diferentes pelo mesmo conjunto de fatos. A situação mundial é tal que a necessidade de despesas pesadas com equipamentos de defesa aérea permanecerá conosco durante anos. Enquanto o valor total pode variar a cada ano, o ritmo das mudanças na engenharia gera a necessidade de equipamentos cada vez mais caros, de modo que as tendências em longo prazo caminham num sentido crescente. Isso significa que o investidor, satisfeito com esses investimentos, estará dentro de

um dos poucos setores industriais que não sentirá, de forma nenhuma, a próxima depressão econômica que, cedo ou tarde, será sentida pela maioria dos outros setores. Enquanto a margem de lucro é limitada por lei, muitos negócios são disponibilizados para empresas bem administradas que justifiquem o não estabelecimento de nenhum teto sobre os lucros totais líquidos. Quando essa visão prevalece, uma análise bastante diferente é proporcionada a exatamente os mesmos fatos fundamentais. Dessa forma, essas ações são vendidas em bases diferentes.

Podemos citar exemplos de diversas indústrias que nos últimos vinte anos foram vistas sob determinado prisma pela comunidade financeira, e que depois, vista sob prisma diferente, tiveram seus resultados oficiais alterados. Em 1950, as ações da indústria farmacêutica eram quase sempre consideradas detentoras do mesmo conjunto de características atraentes, normalmente creditadas às empresas químicas em geral. Um crescimento infundável atribuído às maravilhas da pesquisa e à súbita elevação do padrão de vida parecia garantir o melhor dessas ações vendidas proporcionalmente aos lucros considerados os melhores do setor de produtos químicos. Entretanto, um fabricante teve problemas com um item de destaque. Essa percepção levou a comunidade financeira a acreditar que esse era um campo cujo domínio corrente não assegurava sequer uma das posições de liderança das empresas no futuro. Foi realizada uma reavaliação do setor industrial como um todo. Variações completamente diferentes de coeficientes de rendimento prevaleceram, com relação a todos os casos em geral, não somente acerca de um conjunto de fatos, mas de uma análise diferente sobre esses mesmos fatos.

Em 1958, prevaleceu exatamente o oposto. No contexto dos negócios daquele ano, um dos poucos setores industriais que usufruíram um

aumento da demanda pelos seus produtos em vez da sua diminuição foi o da indústria de fabricação de remédios. Os lucros da maioria das empresas pertencentes a esse grupo atingiram altos níveis. Ao mesmo tempo, os ganhos dos fabricantes de produtos químicos caíram bruscamente — em grande parte por causa da capacidade excessiva das principais manobras de expansão que acabavam de ser concluídas. A volátil comunidade financeira começou mais uma vez a valorizar os coeficientes de lucro das ações ligadas à indústria farmacêutica. Nesse ínterim, brotou um sentimento de que as ações ligadas a produtos químicos não eram tão interessantes como anteriormente se supunha. Todos esses fatores representaram apenas avaliações financeiras em constante modificação. Nenhuma consideração fundamental ou intrínseca aconteceu.

Um ano depois, uma parcela desse novo sentimento já havia sido revertida. Como as melhores companhias de produtos químicos foram as primeiras a recuperar a rentabilidade perdida e como a sua tendência de crescimento fez com que os lucros logo alcançassem um nível mais elevado, elas reconquistaram de imediato o seu prestígio temporariamente perdido. Com o impacto duradouro de um número crescente de novos medicamentos importantes, dispostos a fomentar o *status* das ações da indústria farmacêutica, em contraposição a ataques governamentais sobre a política de preços e registro de patentes desse setor industrial, é interessante observar se, no decorrer dos próximos anos, a posição de recuperação recente das ações do ramo farmacêutico irá se expandir ou encolher.

Na primeira edição eu dei um exemplo desse mesmo tipo de avaliação financeira:

“Outro exemplo é uma mudança no quadro geral que está acontecendo. Durante anos as ações dos fabricantes de ferramentas para

maquinários foram vendidas por um coeficiente lucrativo bastante baixo. Era reconhecido quase que unanimemente que as ferramentas para maquinários constituíam o epítome ou de uma indústria farta ou deficiente. Não importava a alta lucratividade desses rendimentos, eles não tinham grande significado porque representavam apenas o produto de um *boom* prevalecente que talvez não durasse muito. Contudo, recentemente, uma nova escola vem conquistando mais adeptos, mesmo sem ter absolutamente qualquer predomínio sobre esse assunto. Essa escola acredita que, desde a Segunda Guerra Mundial, uma mudança fundamental aconteceu e vem afetando essas empresas. Todos os setores industriais vêm oscilando entre o planejamento de curto e longo prazo das despesas de capital. Como resultado, a causa da flutuação extrema nas companhias de ferramentas para maquinários desapareceu. Os índices salariais altos e crescentes impedirão por muitos anos, ou para sempre, um retorno à natureza farta ou deficiente desse tipo de negócio. O ritmo permanente da evolução na engenharia aumentou e vai aumentar ainda mais o ritmo do caráter obsoleto dos produtos desse setor industrial. Portanto, no lugar das tendências altamente cíclicas do período que antecedeu a guerra, as tendências de crescimento do nosso passado recente continuarão no futuro. A automatização pode fazer esse crescimento ser extraordinário.

“Sob a influência daqueles que pensam dessa forma, as melhores ações ligadas às ferramentas de maquinários são, no momento, consideradas em bases favoráveis com relação ao mercado como um todo, em comparação com alguns anos anteriores. Essas ações ainda são vendidas por um coeficiente relativamente baixo de rendimentos em razão da forte influência da política do excesso e da escassez, mesmo que essa política não seja tão forte como no passado. Se a comunidade financeira vier

a aceitar cada vez mais essa abordagem de crescimento que não é cíclica com relação às ações do mercado de ferramentas, o seu índice de rentabilidade deverá melhorar cada vez mais. Elas poderão ter uma grande evolução no mercado. Caso o velho conceito do excesso ou da escassez volte a ganhar força, essas ações serão vendidas por um coeficiente baixo de rendimentos em comparação aos dias de hoje.

“Esse exemplo de ferramentas de maquinários esclarece o que o investidor em ações deve fazer caso queira adquirir esses títulos visando ao seu benefício pessoal. Ele deve examinar factual e analiticamente o sentimento financeiro prevalecente tanto no setor industrial como na companhia, em especial da qual ele pretende adquirir ações. Se ele puder encontrar uma indústria ou uma companhia cujo estilo prevalecente ou tipo de pensamento financeiro seja consideravelmente menos favorável do que a garantia dos fatos reais, ele poderá colher frutos adicionais desde que não ‘siga a multidão’. Ele deve ter um cuidado extremo ao comprar ações de companhias e indústrias que são as favoritas da comunidade financeira no momento e assegurar-se de que essas aquisições dispõem de garantias reais — como muitas vezes elas o fazem —, além de verificar se não está pagando um preço exorbitante por algo que, por ter uma interpretação favorável demais sobre os fatos, passe a ser o *modismo* do momento no mundo dos investimentos.”

Hoje em dia, é claro, sabemos que a indústria de ferramentas para maquinários não é mais um conceito de excesso ou escassez na sua natureza. A recessão de 1957 difundiu completamente a ideia de que o planejamento corporativo em longo prazo, nos dias atuais, protege essas ações da sua extrema vulnerabilidade usual contra movimentos negativos no ciclo dos negócios. Entretanto, para cada problema dessa espécie

que é solucionado, o ritmo sempre crescente da tecnologia no mundo atual provoca muitos outros com os quais o investidor sábio poderá lucrar se for capaz de pensar dissociando-se da multidão e obtendo a resposta certa quando a maioria das opiniões financeiras seguir outra direção. Será que as ações sobre produtos combustíveis e certos produtos eletrônicos de menor porte deveriam passar pela análise detalhada realizada hoje? Haveria um futuro similar para os fabricantes de equipamentos ultrassônicos de modo que a lucratividade usual poderia ser considerada? Será que uma companhia pode ser considerada melhor ou pior para o investidor, caso grande parte da sua rentabilidade derive de operações estrangeiras? Essas são questões cujas opiniões das maiorias podem variar bastante ou não. Se o investidor estiver pensando numa participação nas empresas envolvidas, ele deve determinar quais tendências fundamentais permanecerão por mais tempo, e quais delas constituem apenas modismos temporários.

Esses modismos nos investimentos e as interpretações errôneas sobre os fatos podem durar meses e até mesmo anos. Em longo prazo, todavia, a realidade não apenas os elimina como também, frequentemente e por algum tempo, faz as ações afetadas caminhar no sentido contrário. A habilidade de enxergar através de algumas opiniões das maiorias para esclarecer verdadeiramente os fatos é uma característica que pode ser gratificante no campo do investimento em ações. Contudo, essa não é uma tarefa fácil, já que a opinião geral daqueles com os quais nos associamos exerce forte influência sobre o pensamento de todos nós. Há um fator, no entanto, que todos nós podemos reconhecer e que pode nos ajudar muito a não nos influenciarmos pelas ideias da maioria. É a percepção de que a comunidade financeira em geral é lenta para reconhecer uma condição fundamentalmente modificada, a menos que um grande

nome ou um acontecimento único seja publicamente associado àquela mudança. As ações da Companhia ABC têm sido vendidas por um preço bastante baixo, apesar da atratividade do seu setor industrial, pelo fato de ser mal administrada. Se um homem conhecido é escolhido para ser o novo presidente, as ações geralmente não respondem de imediato, mas provavelmente responderão em excesso. Isso ocorre porque o tempo necessário para produzir um aperfeiçoamento básico é provavelmente negligenciado à primeira vista. Entretanto, se a mudança para uma gestão administrativa brilhante é promovida por executivos pouco conhecidos, meses ou anos podem se passar e a companhia continuará com a mesma reputação financeira pouco conceituada, de modo que as suas ações continuarão a ser vendidas por um baixo coeficiente de lucro. Reconhecer essas situações – antes do inevitável aumento de preços que acompanhará a correção da avaliação da comunidade financeira – é a principal e uma das mais simples formas pela qual o investidor de sucesso pode pensar por si mesmo, sem se deixar influenciar por terceiros.

COMO ENCONTRAR AÇÕES EM FASE DE VALORIZAÇÃO

DEPOIS DA PUBLICAÇÃO DA PRIMEIRA EDIÇÃO de *Ações comuns, lucros extraordinários*, comecei a receber um grande número de cartas de leitores dos Estados Unidos. Um dos pedidos mais comuns foi o do fornecimento de dados mais detalhados sobre o que um investidor (ou o seu consultor financeiro) deve fazer para encontrar aplicações que possam conduzi-lo a ganhos extraordinários no preço de mercado. Como há muito interesse nesse assunto, pode ser proveitoso incluir alguns comentários.

Essa tarefa requer muito tempo, bem como habilidade e cautela. O pequeno investidor pode achar que há uma quantidade desproporcional de trabalho envolvido para os montantes que ele tem à sua disposição. Seria interessante, não somente para ele, mas também para o grande investidor, se houvesse alguma maneira rápida e fácil de selecionar ações prósperas. Duvido que essa maneira exista. O tempo que ele deve gastar com essas questões é, naturalmente, algo que cada investidor deve decidir por si mesmo com relação às quantias de que ele dispõe para aplicação, aos seus interesses e a suas capacidades.

Não posso dizer com segurança que o meu método é o único sistema possível para identificar investimentos prósperos. Também não tenho a

absoluta certeza de que ele é o melhor método, embora, obviamente, se eu achasse alguma outra abordagem melhor do que esta eu não a estaria utilizando. Por alguns anos, no entanto, tenho seguido os passos que pretendo descrever aqui em detalhes; para mim eles têm sido muito eficientes. Principalmente nos estágios preliminares mais importantes, alguém com maior conhecimento prévio, melhores contatos ou mais habilidade poderá fazer algumas alterações consideráveis nesses métodos e alcançar uma melhoria nos resultados gerais.

Há duas etapas no seguinte esboço, em que a qualidade das decisões tomadas surtirá efeitos extraordinários sobre os resultados financeiros obtidos. Todos reconhecem imediatamente a importância massiva da decisão no segundo desses dois pontos críticos, a saber: "Devo comprar essas ações, em especial, ou não?" O que pode não ser tão fácil de reconhecer é o fato de que, bem no início de um método organizado para selecionar ações do mercado, decisões também devem ser tomadas para que possam ter um impacto tão grande na oportunidade de descobrir investimentos que dez anos depois terão aumentado, digamos, dez vezes o seu valor em vez de um investimento que nem chegou a oferecer o dobro.

Esse é o problema que aflige qualquer pessoa prestes a começar a sua busca por títulos em fase de valorização: há literalmente milhares de ações em dezenas de indústrias que podem ser qualificadas como dignas de um estudo intensivo. Não podemos ter certeza sobre diversas delas até que um trabalho considerável seja realizado. Entretanto, ninguém teria tempo suficiente para investigar mais do que um percentual ínfimo do campo disponível. Como submeter as ações à investigação na qual o investidor dedicará o seu tempo?

Esse é um problema bem mais complexo do que parece. Devem-se tomar decisões que possam facilmente extrair do processo de investigação

situações que produzam fortunas daqui a alguns anos. O investidor pode tomar decisões que restrinjam o seu trabalho a um solo infrutífero, pois quanto mais ele coleta dados fica mais claro que ele se aproxima da resposta alcançada pela maioria das investigações. Essa resposta é que a companhia não passa de uma empresa comum, ou talvez um pouco acima da média, mas não representa a prosperidade ocasional que conduz a lucros extraordinários. Entretanto, essa decisão primordial determina se, financeiramente falando, suas perspectivas são de altos ganhos ou de ganhos menores, com base no conhecimento relativamente escasso dos fatos. O investidor deve tomar decisões sobre as questões nas quais ele deve utilizar o seu tempo disponível e sobre os aspectos que ele deve ignorar, antes de encerrar a sua tarefa de obter uma base apropriada para as suas conclusões. Depois de construída essa base fundamental para as suas decisões, ele terá despendido tanto tempo em cada situação específica que, de qualquer modo, tomará a sua primeira decisão vital rapidamente. Ele nem perceberá que isso aconteceu.

Há alguns anos, eu teria afirmado equivocadamente que utilizava o que parecia ser um método organizado para a solução desse problema. Como resultado conclusivo das empresas que eu já havia investigado, e principalmente como resultado da familiaridade com as companhias cujos recursos eu administro, tive contato com um bom número de executivos e cientistas competentes. Eu podia falar com essas pessoas sobre companhias alheias. Eu acreditava que as ideias e observações fornecidas por esses contatos tão excepcionalmente bem informados proporcionariam uma extraordinária fonte de perspectivas de investigação que deveriam abranger um amplo percentual das empresas que dispunham das características de destaque que eu constantemente procuro.

No entanto, eu tento utilizar esses mesmos métodos analíticos e autocríticos de aperfeiçoamento técnico no meu próprio negócio e espero que as empresas nas quais eu invisto também os utilizem para aperfeiçoar as suas operações. Portanto, há alguns anos, realizei um estudo para determinar duas coisas. Como eu selecionava as companhias que eu havia escolhido para serem investigadas? Com a experiência ao meu lado para me auxiliar, havia também as variações significativas nos percentuais de resultados válidos (sob a forma de investimentos vantajosos subsequentemente adquiridos) entre as investigações concluídas, como resultado da ideia original oriunda de um tipo específico de fonte e daquelas provenientes de fontes de natureza completamente diferente.

O que descobri me surpreendeu mas é totalmente justificável por meio de análise. A classificação dos executivos e cientistas empresariais que eu acreditava ser a minha principal fonte de ideias originais, me fazendo investigar uma companhia em especial, na verdade, me fornecia apenas cerca de um quinto das diretrizes que haviam me estimulado o suficiente para que eu me envolvesse num estudo complementar. Ainda mais importante, essas diretrizes não demonstravam ser uma fonte acima da média de bons investimentos. Essa fração de um quinto das investigações totais nos conduziria apenas a cerca de um sexto do total de vendas.

Por outro lado, a primeira ideia original para quase quatro quintos das investigações e quase cinco sextos da última distribuição (conforme computado por meio das compras) havia surgido de um grupo diferente. Por toda a nação eu vim a conhecer e respeitar um pequeno número de homens que fizeram um excelente trabalho por conta própria ao selecionar ações em fase de valorização. Uma lista incompleta desses competentes homens de investimento incluiria profissionais de diversas regiões dos Estados Unidos como Nova York, Boston, Filadélfia, Búfalo,

Chicago, São Francisco, Los Angeles e San Diego. Em diversas ocasiões eu poderia não concordar absolutamente com as conclusões de qualquer um desses homens quanto a ações com as quais eles particularmente simpatizavam, mesmo que sentisse que elas eram dignas de investigação. Em um ou dois casos, eu poderia até mesmo considerar a qualidade do seu trabalho como algo suspeito. No entanto, pelo fato de, em cada caso, eu saber que o seu pensamento financeiro era aguçado e os seus recordes impressionantes, eu estaria disposto a ouvir ansiosamente os detalhes que eles me forneceriam sobre qualquer companhia dentro do meu universo de interesses e que consideravam extraordinariamente atraente para uma apreciação mais detalhada.

Além disso, como eles eram homens de investimento treinados, eu podia normalmente obter a sua opinião rapidamente sobre as questões primordiais mais importantes para mim na minha decisão com relação à possibilidade de investigar a empresa em questão. Quais são essas questões primordiais? Basicamente elas envolvem a maneira como a companhia é avaliada com relação às nossas quinze perguntas já discutidas, com ênfase especial nesse estágio preliminar quanto a dois assuntos específicos. Estaria a companhia inserida, ou a ponto de sê-lo, em ramos de atividades que possibilitem oportunidades para um crescimento excepcional nas vendas? Estariam esses ramos de atividade, com o desenvolvimento da indústria, numa posição em que fosse relativamente simples para os novos profissionais inovar e substituir as unidades de liderança? Se a natureza do negócio se apresentar de tal forma que haja poucas maneiras de impedir que novos profissionais penetrem no seu campo de atuação, o valor do investimento desse crescimento pode ser bastante pequeno.

E quanto a utilizar homens de investimento com menos realizações ou menor habilidade como fonte de lideranças originais sobre o que

deve ser investigado? Se os homens mais capazes não estivessem disponíveis, sem dúvida eu os utilizaria com maior frequência do que costumo utilizar. Eu sempre procuro ter um tempo para ouvir e aconselhar qualquer homem de investimentos, pelo menos uma vez, mesmo que seja para alertar os mais jovens que iniciam a sua vida nos negócios e para assegurar que não devo ignorar ninguém. No entanto, a competição pelo tempo é formidável. Quando desclassifico o julgamento de um homem de investimentos ou a sua confiabilidade diante dos fatos apresentados, vejo a minha tendência de passar o tempo investigando a companhia que ele apresenta diminuir proporcionalmente.

E quanto a selecionar diretrizes legítimas de investigação, provenientes de ideias em material impresso? Ocasionalmente, tenho sofrido influências de relatórios especiais emitidos pelas mais confiáveis casas de corretagem quando eles não se destinam à ampla distribuição, mas unicamente a algumas poucas pessoas selecionadas. No entanto, em termos gerais, eu acho que os boletins de corretagem públicos e disponíveis a todos não representam um solo fértil. Há muito perigo nas informações inexatas encontradas neles. E ainda mais importante: muitos apenas repetem o que já é conhecido como senso comum na comunidade financeira. De forma similar, posso ocasionalmente abstrair uma ideia do melhor dos periódicos financeiros e comerciais (que considero bastante úteis para fins completamente diferentes); mas porque acredito que eles tenham certas limitações inerentes àquilo que podem publicar com relação a muitas das questões do meu maior interesse não os considero, no entanto, uma fonte exuberante de novas ideias sobre as companhias investigadas.

Há, ainda, outra fonte possível de orientação original válida por meio da qual outras pessoas com melhor conhecimento técnico ou maior habilidade são capazes de desenvolver a lucratividade, embora eu não a

tenha utilizado com sucesso. Essa fonte é composta pelos principais laboratórios de pesquisa em consultoria tais como Arthur D. Little, Stanford Research Institute, ou Battelle. Sei que os funcionários dessas organizações possuem amplo conhecimento do desenvolvimento técnico e empresarial do qual surgem ideias valiosas sobre investimentos. Entretanto, noto que a utilidade dessas organizações é demasiadamente bloqueada pela sua tendência (que é totalmente merecedora) de evitar discussões sobre a maior parte do seu conhecimento diante do risco de violar informações confidenciais das empresas para as quais eles trabalharam. Se alguém, mais competente do que eu, pudesse encontrar uma maneira, sem prejudicar essas empresas, de divulgar a mina de informações sobre investimentos que eu suponho que essas organizações possuam, ele viabilizaria um meio de aperfeiçoar consideravelmente os meus métodos com relação a essa etapa, em especial na busca por ações em fase de valorização.

Isso já é o suficiente para a primeira etapa. Com base num diálogo de algumas horas, normalmente com um homem de investimentos de destaque, ou com um executivo ou um pesquisador, eu decido que uma empresa específica pode ser estimulante. Início prontamente a minha investigação. O que devo fazer em seguida?

Há três coisas que enfaticamente eu não devo fazer. Eu não devo (por motivos que logo serão esclarecidos) me aproximar de qualquer pessoa da direção da empresa nessa etapa. Não devo passar horas a fio analisando velhos relatórios anuais e elaborando minutas de pequenas mudanças realizadas a cada ano no balancete da companhia. Não devo perguntar aos acionistas que conheço a opinião deles sobre as ações. Devo, contudo, verificar os balancetes da empresa para determinar a natureza genérica da capitalização e a posição financeira. Se houver um prospecto do SEC, devo ler com cuidado os trechos sobre o desdobramento das vendas totais

por meio das linhas de produção, à concorrência, ao grau de qualificação ou qualquer outra importante propriedade das ações (isso também pode ser obtido por procuração), a todos os números de declaração dos lucros mencionando a depreciação (e o esgotamento, se houver), às margens de lucro, à extensão da atividade de pesquisa, além das despesas e custos excepcionais em operações durante exercícios anteriores.

A partir de então, estarei pronto para o trabalho. Devo utilizar o método “OCL”, que já descrevi exaustivamente. É nesse momento que, em vez de uma fonte de ideias originais de investimento, as pessoas que conheço, pertencentes ao grupo de executivos e pesquisadores, podem ter um valor inestimável. Devo contatar pessoalmente, ou por telefone, todos os clientes-chave, fornecedores, concorrentes, ex-funcionários ou pesquisadores de setores relacionados; pessoas que eu conheça, ou por intermédio de terceiros. Entretanto, suponhamos que eu não conheça um número suficiente de pessoas ou não disponha dos canais de relacionamento para contatar as pessoas que podem me guarnecer com as informações de que eu preciso. O que devo fazer então?

Francamente, se não houver condições mínimas de colher dados suficientes, eu devo desistir da investigação e tentar outras empresas. Para ganhar dinheiro com investimentos é necessário obter respostas para todas as opções a serem consideradas. Porém, é preciso obter a resposta correta numa grande proporção com relação ao pequeno número de vezes em que as compras são efetuadas. Por essa razão, caso não haja condições de obter informações suficientes e as perspectivas de um bom negócio sejam negativas, creio que o melhor a ser feito é abandonar a questão e tentar algo melhor.

Todavia, suponhamos que seja disponibilizada uma pequena quantidade de informações. Que você tenha contatado todos aqueles que

conhece ou tem a possibilidade de conhecer, mas localizou uma ou duas pessoas que acha que completariam o quadro informativo caso elas pudessem se abrir com você. Eu não as abordaria subitamente. A maioria das pessoas interessadas no setor industrial no qual estão envolvidas, não está inclinada a comentar com estranhos a sua opinião sobre os pontos fortes e fracos de um cliente, concorrente ou fornecedor. Nesse caso, eu contaria o banco comercial das pessoas que pretendo encontrar. Se, em casos desse tipo, você já tiver algum grau de intimidade com o banco em questão, diga diretamente quem você quer contatar e por quê; você vai se surpreender com a boa vontade que a maioria dos bancos demonstrará para ajudá-lo — desde que, é claro, você não os aborreça demais. É ainda mais surpreendente o quanto a maioria dos executivos é prestativa quando você é apresentado a eles pelos representantes dos seus bancos regulares. É claro que essa ajuda somente será prestada se os representantes dos bancos em questão não tiverem dúvidas de que os dados que você busca são unicamente para fins informativos, voltados para a avaliação de investimentos, e de que em nenhuma circunstância você divulgaria a fonte de quaisquer informações prejudiciais. Se você seguir essas regras, a ajuda dos bancos pode, às vezes, completar a etapa de uma investigação que, caso contrário, nunca seria concluída.

Somente depois de o método “OCL” ter coletado grande parte dos dados que no capítulo das quinze questões eu disse poderem ser mais bem obtidos por meio dessas fontes, você poderá dar o próximo passo e contatar a direção da empresa. Acho muito importante que os investidores entendam exatamente a razão disso.

As boas gestões administrativas, aquelas mais adequadas para os investimentos de destaque, são geralmente bastante francas ao responder a perguntas sobre os pontos fracos da companhia bem como sobre

os seus pontos fortes. No entanto, não importa quanto a direção possa ser escrupulosa a esse respeito, não podemos esperar que um funcionário corporativo, no seu interesse próprio, e sem ser solicitado, voluntariamente se ofereça a transmitir o que você, investidor, deseja saber. Como pode um vice-presidente ao qual você faz a seguinte pergunta “Há algo mais que você acha que eu, como investidor, deva saber sobre a sua companhia?” dar-lhe uma resposta adequada, quando os membros da direção executiva estão trabalhando magnificamente, porém vários anos de trabalho deficiente do departamento de marketing começaram a enfraquecer as vendas? Ele poderia até mesmo ser mais prestativo, o que não faria a mínima diferença, já que outro funcionário, do departamento de marketing, extremamente habilidoso, em seis meses pode ocupar o seu cargo e a situação ficar totalmente controlada. Entretanto, se ele souber que você já sabe a respeito da fragilidade do marketing da empresa, as suas observações serão diplomaticamente enunciadas; e, caso ele faça parte de uma gestão honesta e tenha confiança no seu julgamento, ele lhe dará uma resposta verdadeira quanto ao fato de as falhas estarem ou não sendo sanadas.

Em outras palavras, somente por meio do que lhe proporciona o método “OCL”, você pode saber quais as informações a serem obtidas de uma companhia antes de contatar a direção. Sem ele, é possível que você não consiga determinar o ponto mais fundamental de todos: a própria competência da gestão administrativa. Mesmo numa empresa de porte médio, pode haver uma equipe executiva de até cinco pessoas. Não é possível contatar todos logo na sua primeira ou segunda visita. Se isso acontecer, o seu contato será tão breve que você não conseguirá obter uma base para determinar a sua relativa capacidade. Normalmente um ou dois membros entre esses cinco será, mais ou menos competente. Sem o

método “OCL” para orientá-lo, dependendo de quem você contata, é possível criar estimativas muito positivas ou muito negativas sobre a direção como um todo. Com o método “OCL” você adquire uma ideia razoavelmente apurada sobre quem é especialmente forte ou particularmente fraco dentro da empresa, e daqueles que se encontram numa melhor posição para pedir-lhes que o coloquem em contato com funcionários específicos com os quais você deseje um contato mais estreito, confirmando as suas primeiras impressões deixadas pelo método.

Na minha opinião, em quase todos os campos de atuação, nada vale a pena ser feito, a menos que se faça corretamente. No que diz respeito à escolha de ações em fase de valorização, as recompensas pela ação adequada são tão grandes e as penas pelo seu julgamento deficiente tão rigorosas que é difícil acreditar que alguém possa selecionar ações do mercado com base no conhecimento superficial. Se um investidor ou homem de finanças desejar encontrar ações em fase de valorização de maneira adequada, acredito que há uma regra a ser sempre seguida: ele nunca deve visitar a diretoria de uma empresa que esteja considerando como investimento até que tenha reunido previamente pelo menos 50% de todo o conhecimento necessário para realizar o investimento. Se ele contatar a diretoria sem ter feito isso primeiro, estará na posição extremamente perigosa de descobrir muito pouco daquilo que procura, de modo que a resposta certa acaba se tornando meramente uma questão de sorte.

Há outra razão pela qual eu acredito ser importante obter, no mínimo, metade do conhecimento exigido sobre uma companhia antes de visitá-la. Gestões administrativas proeminentes e pertencentes a setores industriais célebres recebem um enorme número de solicitações para encontros com pessoas do ramo de investimentos. Em razão da

importância do valor pelo qual as suas ações são vendidas, em termos gerais, eles normalmente dedicam o tempo de pessoas valiosas a esses visitantes. No entanto, em todas as empresas, eu escuto o mesmo tipo de comentário. Eles não são rudes com esses profissionais, porém o tempo gasto por esses executivos ou por aqueles que recebem esses visitantes depende muito mais das estimativas da companhia sobre a competência desse profissional do que do interesse financeiro que ele representa. Ainda mais importante, o grau de boa vontade para fornecer informações – ou seja, quanto a empresa vai se aprofundar no tema, respondendo a perguntas específicas e discutindo questões vitais – depende substancialmente dessas estimativas. Aqueles que simplesmente aparecem numa companhia sem um preparo anterior efetivo são geralmente intimidados antes mesmo do primeiro contato.

Aquela questão do contato pessoal (de que o contato deve ser feito pelo homem que toma as verdadeiras decisões, em vez de algum relações-públicas financeiro) é tão importante que é aconselhável que o investidor ultrapasse os diversos obstáculos para chegar à gestão executiva. Um bom cliente ou um importante acionista, em contato direto com a diretoria, pode ser um excelente canal para trilhar o caminho para uma primeira visita. O mesmo pode se dizer das conexões de investimento bancárias da companhia. Em qualquer hipótese, aqueles que realmente pretendem obter ótimos resultados em sua primeira visita devem ter certeza de que as pessoas que os apresentaram têm um conceito positivo sobre eles, e de que essas impressões sejam transmitidas para a direção.

Apenas algumas semanas antes de eu escrever estas linhas ocorreu um incidente que pode ilustrar quanto a preparação é necessária antes do primeiro contato com a direção de uma companhia. Eu almoçava com dois representantes de um escritório de investimentos importante,

um escritório que faz aplicações para duas das muitas companhias nas quais os fundos que administro estão investidos. Conhecendo as poucas situações que eu vivo e o longo tempo pelo qual normalmente as mantenho, um desses cavalheiros me perguntou a proporção entre as novas (para mim) empresas que eu visitava e aquelas das quais eu efetivamente comprava. Eu lhe pedi que adivinhasse. Ele estimou que eu comprava de uma a cada 250 que eu visitava. O outro cavalheiro presumiu que seria uma a cada 25. Na verdade, esse número gira em torno de uma a cada duas, ou de uma a cada duas e meia! Isso não acontece simplesmente porque uma a cada duas empresas que procuro satisfaz, a meu ver, os meus rigorosos critérios de compra. Se ele tivesse substituído o termo “empresas procuradas” por “empresas visitadas”, talvez uma entre quarenta ou cinquenta fosse um número aproximado. Se ele tivesse substituído “empresas consideradas possibilidades para investigação” (independentemente de eu tê-las investigado ou não), então as estimativas originais de ações adquiridas a cada 250 empresas consideradas estariam bem próximas da realidade. O que ele deixou de observar foi o fato de eu acreditar ser impossível obter benefícios de uma empresa visitada antes que seja realizado algum trabalho pertinente ligado ao método “OCL”, e de esse método fornecer uma previsão tão apurada da evolução de uma empresa com relação às minhas quinze questões que, no momento da minha visita, há pelo menos uma grande chance de realizar a compra das ações dessa companhia. Uma série de situações bem menos agradáveis é, dessa forma, eliminada no caminho.

Isso resume o que eu aconselho a fazer com a busca de ações em fase de valorização. Possivelmente um quinto das minhas primeiras investigações começa por meio de ideias reunidas de amigos da indústria, e quatro quintos são extraídos do que acredito serem as escolhas mais

atraentes de um pequeno número de homens de investimento competentes. Essas decisões são manifestamente um julgamento rápido sobre as companhias que eu devo investigar e aquelas que devo ignorar. Então, depois de um breve escrutínio sobre alguns pontos-chave de um prospecto do SEC, o método "OCL" é aplicado agressivamente, trabalhando constantemente no sentido de se aproximar dos critérios das quinze questões que a companhia deve satisfazer. Devo descartar um prospecto de investimento após o outro no caminho. Alguns por serem simplesmente comuns e usuais demais. Outros, pela falta de evidências e, dessa forma, não poderem ser classificados em nenhuma categoria. Somente na situação ocasional na qual eu conte com uma quantidade favorável de dados é que eu devo ir até a etapa final de contatar a direção da companhia. Assim, se depois do encontro com a direção eu puder confirmar as minhas expectativas e amenizar os meus temores, então finalmente poderei pensar que serei recompensado pelos meus esforços.

Pelo fato de tê-las ouvido muitas vezes, conheço as objeções que alguns de vocês farão a essa abordagem. Como alguém pode dispor de tanto tempo tentando encontrar um único investimento? Por que as respostas não podem estar disponíveis para mim por intermédio da primeira pessoa no mundo dos investimentos à qual eu possa questionar quais ações eu devo comprar? Devo pedir àqueles que reagem dessa maneira para observarem o mundo à sua volta. Em qual outro ramo de atividade você poderia investir US\$ 10 mil em um ano e, dez anos depois (apenas verificando ocasionalmente, nesse ínterim, se a administração continua mantendo a sua qualidade), ser capaz de contar com um ativo num valor entre US\$ 40 mil e 150 mil? Essa é a recompensa obtida da escolha bem-sucedida das ações do mercado. Seria lógico ou razoável se alguém pudesse fazer isso com o esforço mínimo

de ler algumas circulares de corretoras de valores no conforto de seus lares uma vez por semana? Faria sentido se alguém pudesse auferir esses lucros pagando ao primeiro profissional de investimentos que ele encontrasse uma comissão de US\$ 135,00, que é a taxa cobrada pela Bolsa de Valores de Nova York, para adquirir quinhentas ações do mercado a US\$ 20,00 por ação? Que eu saiba, nenhum outro ramo de atividade oferece tais compensações tão facilmente. De forma similar, elas não podem ser conquistadas no mercado de ações, a menos que você ou o seu consultor de investimentos façam uso dos mesmos instrumentos que proporcionam grandes compensações em qualquer outro ramo de atividade. Esses instrumentos são basicamente os grandes esforços combinados com a habilidade e enriquecidos pelo julgamento e pela visão. Se esses atributos forem aplicados, e as regras estabelecidas neste capítulo forem utilizadas para encontrar empresas que satisfaçam os critérios das nossas quinze questões, mesmo que essas empresas não gozem de um *status* elevado na comunidade financeira, fica bastante claro que as ações que produzem riqueza podem ser encontradas. Entretanto, elas não são encontradas sem um árduo trabalho, nem todos os dias.

RESUMO E CONCLUSÃO

INICIAMOS A SEGUNDA DÉCADA da metade do século e pudemos observar que o padrão de vida da espécie humana evoluiu mais nesse período do que em cinco mil anos. Grandes têm sido os riscos em investimentos do passado recente. Ainda maiores têm sido as compensações financeiras para aqueles que são bem-sucedidos. Entretanto, no campo dos investimentos, os riscos e as compensações dos últimos cem anos podem ser pequenos comparados àqueles dos próximos cinquenta anos.

Nessas circunstâncias, seria recomendável avaliar a nossa situação. Nós certamente não conquistamos o ciclo dos negócios. Podemos até mesmo nem tê-lo dominado. Todavia, acrescentamos determinados fatores novos que significativamente afetam a arte dos investimentos no mercado de ações. Um deles é o surgimento da gestão corporativa moderna e tudo o que ela tem feito para fortalecer as características de investimento das ações do mercado. O outro é o aproveitamento econômico da pesquisa científica e da engenharia de desenvolvimento.

O surgimento desses fatores não modificou os princípios fundamentais do investimento em ações bem-sucedido. Ele os tornou mais importantes do que nunca. Este livro tentou mostrar quais são esses princípios

fundamentais, que tipos de ações comprar, quando comprá-las e, mais especificamente, nunca vendê-las – desde que a companhia por trás dessas ações mantenha as características de um empreendimento de sucesso.

Espera-se que as seções que versam sobre os erros mais comuns de muitos investidores tenham alguma utilidade. Lembre-se, no entanto, que conhecer as regras e entender esses erros comuns nada fará para ajudar aqueles que não contam com certo grau de paciência e autodisciplina. Um dos profissionais de investimento mais competentes que eu conheci me disse, há muitos anos, que no mercado de ações um bom sistema nervoso vale mais do que uma boa cabeça. Talvez Shakespeare despretenhosamente tenha sintetizado o processo de investimento em ações bem-sucedido: “Há uma certa maré nos negócios dos homens que diante de uma correnteza favorável os leva à fortuna”.



Ações comuns, lucros extraordinários

PHILIP FISHER

Em sua carreira como consultor de investimentos, Fisher surpreendeu muitos dos proprietários dos fundos que administrava ao explicar os princípios que regiam suas atitudes e decisões — como adquirir títulos de empresas desconhecidas sem sequer ter havido tempo para uma avaliação prévia das cotações do mercado. Da mesma forma, o autor vai impressionar qualquer um que, com esta obra, se disponha a aprender

todos os seus métodos para escolher ações e realizar aplicações.

Originalmente publicado em 1958, este é o primeiro livro escrito por Philip Fisher e um dos guias de investimento mais apreciados de todos os tempos. Esta tradução se baseia na segunda edição do livro, revisada pelo autor e publicada em 1960. Em 2002, seu filho, Ken Fisher, descreveu na introdução o perfil do pai, revelando, também, o homem que havia por trás do investidor, assim como suas crenças e histórias.



DE INVESTIDOR
PARA INVESTIDOR

Conheça o site do livro e o nosso catálogo:
www.editorasaraiva.com.br

SAC 0800-0117875
De 2ª a 6ª, das 8h30 às 19h30
www.editorasaraiva.com.br/contato

ISBN 978-85-02-12634-3



9 788502 126343